全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附原著精选

50部必读的投资经典

王白石　姜英来◆编著

真正改写历史的，往往不是行为，而是思想；真正决定投资者是否能够长期获利的，往往不是市场的风云变幻，而是投资方法的正确与否。那些真正聪明的投资者，从来不会凭借一时的机遇去投机取巧，而是善于汲取投资大师们的宝贵经验，避开风险陷阱，从而成为投资领域中的赢家。

INVESTMENT CLASSICS

北京工业大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

F830.59/161
2008

50部必读的投资经典

王白石 姜英来◆编著

北京工业大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

50部必读的投资经典/王白石，姜英来编著.—北京：北京工业大学出版社，2008.1
ISBN 978-7-5639-1862-1

Ⅰ.5… Ⅱ.①王…②姜… Ⅲ.投资—基本知识 Ⅳ.F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2007）第184390号

【主　　编】

张玉斌

【特邀编审】

史振宇　姚　倩　吴志勇

50部必读的投资经典

编　　著　王白石　姜英来
责任编辑　齐　欣　　**封面设计**　赵兴华
责任校对　孙　玥　　**版式设计**　陈　亮

出 版 者　北京工业大学出版社
（北京市朝阳区平乐园100号　北京工业大学校内　邮编：100022）
发 行 者　北京工业大学出版社（电话：010-67392308）
制　　版　远流图文工作室（电话：024-86397099）
印 刷 者　辽宁星海彩色印刷中心

开　　本　898 mm×1192 mm　1/16
印　　张　47.5
字　　数　1000千字
版　　次　2008年1月第1版
印　　次　2008年1月第1次印刷

标准书号　ISBN 978-7-5639-1862-1
定　　价　118.00元

如图书有印装质量问题，请与承印工厂联系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

出版缘起

如果我们身边的人都在谈论某一家公司的股票价格一涨再涨，看到别人都在赚钱，我们会不会也想进入股市，参与投资？如果在我们面前有一个一夜暴富的赚钱机会，我们会不会为之所动而出手一搏？如果我们目前的投资已经赚到了可观的收益，还会不会继续投资以获得更多的利润？当投资已经成为我们经济生活的一部分时，每一位投资者无不希望能够获得巨大成功，然而，无论是投资国内市场，还是投资国外市场，无论是投资一般商品，还是投资金融商品，任何投资都是有风险的，只是大小程度不同而已。

投资的目的是在风险可控制的情况下追求高效率及高利润，增加自己的财富。就金融投资而言，外汇、债券和股票、基金是普通投资者最常用的金融投资工具，而如何利用好这些工具，投资市场成功获利，不同的人可能会有不同的方法。有的人从适合自己的个性、风险偏好、家庭结构、收入、职业、年龄等出发去选择投资方法，在实践中用数年的时间去摸索经验；有的人则向已经成功的人学习，复制他们已经验证成功的盈利模式。“股神”巴菲特在还没有确定自己的投资风格的时候，申请到跟随“价值投资大师”格雷厄姆学习的机会，1957年又亲自向知名投资专家费雪登门求教，形成了自己的“价值投资”的投资体系；罗杰斯这位成功的投资者早期也是一个投资失败者，为了学习，他给“共同基金之父”纽伯格当了9个月的助手……由此可见，投资者完全可以在总结前人经验的基础之上，摸索出适合自己的投资方法，从而走向胜利的彼岸。

真正改写历史的，往往不是行为，而是思想。巴菲特、彼得·林奇、索罗斯等投资大师，他们的学术造诣、思想境界既没有时空界限，也没有地域之分，影响了一代又一代人。一次投资成功靠的是运气，而长期投资成功靠的是智慧，那些在市场中能够长期生存、获利的投资大师必有其过人之处。聪明的投资者总是能够从他们身上汲取宝贵的投资智慧，比如格雷厄姆的资产价值评估方法、费雪和彼得·林奇的市盈率价值评估方法、巴菲特的现金流量价值评估方法都是在市场行之有效的投资方法，这些方法和理念是成功投资者长期的实践摸索获得的，是成功投资者战胜市场的思想宝库。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资成功不需要天才般的智商、非比寻常的经济眼光或是内幕消息，所需要的只是在作出投资决策时的正确思维模式，以及向投资领域中的成功者学习正确思考习惯和投资信念。然而虽然关于股票、期货或外汇等有关投资的书籍很多，但有的从理论到理论枯燥乏味，虽有一定的理论深度，但缺乏实践性和操作性；有的从经验到经验零零散散，虽有一定的实践内容，但缺乏理论性和系统性。更为遗憾的是，伟大的作品又总是那么晦涩难懂，一些只有专业人士才肯翻阅的书籍令很多人望而却步，甚至是敬而远之。为了生活忙碌奔波的现代人，几乎没有闲暇静下心来解读每一位大师给予我们的忠告和教诲。在一切讲求快节奏的今天，为了帮助广大投资者寻找到一种最省时而且最有效的方式，在最短的时间内获得最多的投资理念和投资技巧，我们编写了这部《50部必读的投资经典》。在本书的编写过程中，我们参考了 *Value* 杂志推荐阅读的投资理财经典 55 部书、《财富》推荐的 75 部经典读物书目以及相关金融界人士和投资界人士的必读书目，选取了 50 部投资经典著作加以详介解读。此外，由于年代久远，很多经典的著作在书店里已经难以找到，因此，本书特意从这 50 部经典著作的权威中译本中摘选了部分原文，使读者可以从中一窥原著精华。这些被几代投资人一再购买、阅读的经典，会警告我们该避开哪些陷阱，怎样从别人的错误中汲取教训，帮助我们设计自己的一套投资方法，学习深奥的投资知识。

投资已成为当今的一种生活方式，然而，很多时候投资就像开飞机一样危险。试想一下，如果飞行员没有经过安全飞行训练就去开飞机，会出现什么后果？你的脑海中一定会出现“机毁人亡”的可怕景象！而这正是大多数投资者的真实写照，他们没有经过专业训练就盲目上阵，其结果可想而知了。《50部必读的投资经典》一书汇聚了沃伦·巴菲特、彼得·林奇、本杰明·格雷厄姆、吉姆·罗杰斯等投资领域中的先行者的杰作，可以充当投资大众的“安全飞行手册”。本书全面系统，囊括了投资领域内的重要作品，从股票、证券、财经、期货等不同方面为投资者引航。作为一部了解投资经典著作实用性极强的指南，阅读本书时，你无需拥有专业的理论基础，也不必绞尽脑汁，就可以学习到投资领域中的专家学者那闪烁着智慧之光的市场投资理念，以及行之有效的投资原则，从而轻松掌握投资的精要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目录
CONTENTS

第1部 《聪明的投资者》 【美国】本杰明·格雷厄姆（1894～1976） / 001



股市向来被人视为精英基本之地，华尔街则是衡量一个人智慧与胆识的决定性场所。如今活跃在华尔街的数十位身家上亿的投资管理人都自称为本杰明·格雷厄姆的信徒，因此格雷厄姆享有“华尔街教父”的美誉。格雷厄姆是“价值投资法”的原创人，他的《聪明的投资者》一书为投资人提供了一个投资决策的正确思维模式，至今仍对全球金融业产生着深远的影响，成为理性投资的基石。

第2部 《巴菲特：从100元到160亿》 【美国】沃伦·巴菲特（1930～ ） / 016



在《财富》杂志评出的“世纪八大投资高手”中，巴菲特位列第一，他每年都要在自己创立并任公司主席兼行政总裁的伯克希尔·哈撒韦公司的年报中给公司的股东们写一封信，总结在过去一年中的成败得失。《巴菲特：从100元到160亿》一书就是由这些信件整理而成的，不少投资人和管理者都表示，阅读巴菲特向哈撒韦公司股东大会提出的报告时得到的教益，胜过任何一本金融教科书。

第3部 《战胜华尔街》 【美国】彼得·林奇（1944～ ） / 036



如果说巴菲特是股市神坛中的偶像，那么被誉为“全球最佳选股者”的彼得·林奇就是平民中的英雄，更加容易被普通投资大众所接受。这位前麦哲伦基金的基金经理备受世人推崇，他创造了共同基金管理人至目前为止的最佳业绩——资产管理规模年平均投资回报率高达29%，蜚声金融界。《战胜华尔街》一书就是彼得·林奇投资哲学的具体表现，投资者无疑将会从这部作品中汲取其投资策略的精华。

第4部 《金融炼金术》 【美国】乔治·索罗斯（1930～ ） / 055



乔治·索罗斯号称“金融天才”，几十年来，他纵横全球金融市场，操作避险基金，狙击英镑、泰铢、港元，进出各国股市，斩获甚丰，成为全球知名的亿万富翁。学习索罗斯成为不少人的追求和梦想，而其多年投资的经验在《金融炼金术》里得到了完全的展现，读者可以从中欣赏到索罗斯如何分析个股、如何面对不利的市场行情及时调整对策，从而在风云变幻的金融市场中立于不败之地的精彩艺术。

第5部 《一个投机者的告白》 【德国】安德烈·科斯托拉尼（1906～1999） / 072



被誉为“20世纪股市见证人”的安德烈·科斯托拉尼熟悉金融商品和证券市场的一切，他自称“证券交易所流动传教士”，德国两代股票族则尊他为“证券交易所教父”。敢于公然承认自己是“一个投机者”的科斯托拉尼认为，真正的投机是艺术，必须长期投入，还必须有熟练的专业技巧，因此，他虽自认为“投机者”，人们却认为他是“投资家”，他的《一个投机者的告白》一书问世后随即风行全世界。

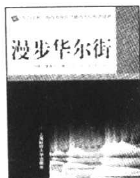
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第6部 《证券分析》【美国】本杰明·格雷厄姆（1894～1976） / 094



本杰明·格雷厄姆作为一代宗师，他的证券分析学说和思想在投资领域产生了极为巨大的震动，影响了几乎三代重要的投资者，可以说是巴菲特、彼得·林奇等人的启蒙大宗师。事实上，在他之前，证券分析根本算不上是一门行业。他的《证券分析》是金融界人士和投资界人士的必读书目，如果整个证券研究领域的书籍全部被焚烧了，仅仅凭借这样一本书，这个行业也必将重建。

第7部 《漫步华尔街》【美国】伯顿·麦基尔（1933～ ） / 110



投资已成为当今的一种生活方式，然而很多时候投资就像开飞机一样危险，大多数投资者没有经过专业训练就盲目上阵，其结果可想而知了。在诸多投资方面的书中，伯顿·麦基尔的《漫步华尔街》一书可以说是为个人投资者提供简明的指引，从如何寻找有利的抵押贷款、如何规划个人退休账户，到如何选购人寿保险、如何不受银行和经纪商剥削，无所不包，成为成千上万投资者所青睐的传世之作。

第8部 《华尔街45年》【美国】威廉·戴尔伯特·江恩（1878～1955） / 129



谈起任何证券投资的分析方法，如果不说说江恩的理论就不能称其为完整。这位传奇式的证券交易巨匠，在诸多股民的心目中是一位预言大师。江恩在长期投资生涯中积累了丰富的经验，创造了独特的投资理论和方法，他在股票和期货市场上的骄人成绩至今无人可比，他在《华尔街45年》一书中提到的把时间与价格完美地结合起来的理论，至今仍为投资界人士所津津乐道，倍加推崇。

第9部 《怎样选择成长股》【美国】菲利普·A·费舍（1908～2004） / 146



作为一名一流的投资大师，费舍显得异常低调，以至于在一般投资者中并不知名，但是1959年他的名著《怎样选择成长股》一经出版，立时成为广大投资者必备的教科书，该书随即成为《纽约时报》有史以来登上畅销书排行榜的第一部投资方面的著作。“成长股”这一概念也随着该书的畅销而成为投资者耳熟能详的名词，追寻“成长股”的“成长型投资”更是自此成为了美国股市多年以来的主流投资理念之一。

第10部 《克罗谈投资策略》【美国】斯坦利·克罗（1928～ ） / 170



很多投资者都梦寐以求地想在外汇期货市场赚取巨额的金钱，但大部分都铩羽而回，怎样才能实现梦想呢？斯坦利·克罗这位股票期货市场上的传奇人物，是美国著名的九大期货交易大师之一，他那闪烁着智慧之光的市场投资理念，以及行之有效的投资原则，给人以深刻的影响和启迪。《克罗谈投资策略》是其集30年交易经验而写出的精华，它让人们知道，成为赢家并不一定要有神奇的分析能力，有时简单的策略也能制胜。

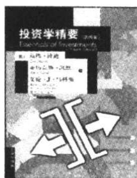
第11部 《艾略特波浪理论》【美国】小罗伯特·鲁格劳特·普莱切特（1949～ ） / 187



小罗伯特·鲁格劳特·普莱切特是世界知名的波浪理论学者，在波浪理论的发展史上，他的功绩不可磨灭。他被《时机选择者文摘》称为“股票市场历史上首要的市场时机选择者之一”。这位“冠军市场预测家”不仅是“艾略特波浪研判的世界领袖”，而且是“美国第一流的艾略特波浪预测法的倡导者”。他的《艾略特波浪理论》，是波浪理论领域内的权威著作，值得所有对波浪理论感兴趣的人一读。

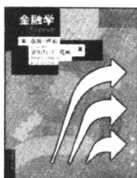
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第12部 《投资学精要》【美国】兹维·博迪（1943～ ） / 198



由兹维·博迪、亚历克斯·凯恩、艾伦·J·马科斯三位当今世界极负盛名和极具影响力的金融学巨匠撰写的《投资学精要》一书，精辟而准确地分析了投资学领域内的重要问题，包括证券组合理论、资产定价、固定收益证券、衍生金融工具和投资管理。阅读该书时，无需有太强的理论基础，也不必绞尽脑汁，作者对投资学基本知识简洁而透彻的讲解，能帮助诸多投资者树立正确的投资理念，轻松掌握投资的精要。

第13部 《金融学》【美国】罗伯特·C·莫顿（1944～ ） / 207



罗伯特·C·莫顿被称为“现代金融界的牛顿”，是1997年诺贝尔经济学奖的获得者。他与博迪合著的《金融学》一书自1997年出版发行以来的使用证明，它有助于那些想学习经济学、法律、数学的学生及经理人员对整个金融领域有一个全面的认识和深入的了解。这本花了6年时间写成的教科书填补了金融学领域的一个巨大空白，诸多权威学者及《金融时报》等专业报刊都对其推崇备至。

第14部 《投资艺术》【美国】查尔斯·艾里斯（1941～ ） / 221



查尔斯·艾里斯是投资管理思潮的先行者之一，在为专家理财服务机构提供咨询方面享誉全球，他所著的《投资艺术》一书是一本证券投资者的必读书，是当代最受推崇的投资名著。查尔斯·艾里斯似乎有一种奇特的本领，能把精深的现代投资组合理论转化为人们能够从容掌握的操作常识。这使得《投资艺术》一书在证券书海中别具一格，尤其是对于一名长线投资者，这是一本能让财富最大化的不可或缺的读物。

第15部 《股市趋势技术分析》【美国】约翰·迈吉（1912~1987） / 235



如果你手里拥有一本风险投资技术的书，你会惊奇地发现它们的主要参考书目上都赫然列有《股市趋势技术分析》一书的书名。如果你与华尔街交易人士接触，他们中会有许多热心人向你提及一本“历史悠久，非常重要的经典著作”，它就是《股市趋势技术分析》。约翰·迈吉被认为是技术分析领域的一名勇于创新的先锋战士，他的《股市趋势技术分析》一书被技术分析领域中趋势及形态分析流派奉为“圣经”。

第16部 《笑傲股市》【美国】威廉·欧奈尔（1933～ ） / 249



一般而言，投资股票要获致成功需要三项基本要件，即一套有效的选股策略、风险管理以及遵守上述两项要件的纪律，而威廉·欧奈尔就是因为遵守了上述三项基本要件而成为华尔街最顶尖的投资人。欧奈尔已经过检验的投资策略为他赢得了数百万忠诚的追随者，他的《笑傲股市》一书中所介绍的CANSLIM方法包含买入和卖出规则，以真实情况为依据而得出，被誉为是最佳投资系统方案。

第17部 《金融市场技术分析》【美国】约翰·墨菲（1934～ ） / 262



约翰·墨菲作为技术分析界的大师级人物，对于技术分析的境界有独特的看法，他认为技术分析的内涵远比用心拼凑的一组专业资料丰富，因为正是不同的研究途径和专业领域的美妙结合才造就了技术分析。1990年，约翰·墨菲将《期货市场技术分析》重新修订，并改名为《金融市场技术分析》。这本书将许多读者引入到市场分析这个奇妙的世界中，被誉为“当代市场技术分析的圣经”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第18部 《资本市场的混沌与秩序》【美国】埃德加·E·彼得斯（1952~ ） / 274



作为金融市场混沌理论研究方面的首要权威，埃德加·E·彼得斯首次提出了“分形市场假说”。20世纪90年代初期，随着以混沌理论为代表的现代分析科学理论的发展，人们开始逐步认识到资本市场的混沌与秩序，重新在更为深邃的层面为技术分析辩护，并在“社会系统在本质上是一个非线性的复杂系统”这一观点上达成一致。彼得斯所著的《资本市场的混沌与秩序》对进一步理解资本市场的混沌与分形理论有着重要的意义。

第19部 《华尔街股市投资经典》【美国】詹姆斯·P·奥肖内西（1931~ ） / 284



在诸多金融人的心目中，华尔街无疑是一个惊心动魄的词汇。华尔街的真实面貌究竟是怎么样的？《华尔街股市投资经典》一书第一次对华尔街上最流行的投资策略进行了长期研究。该书作者詹姆斯·P·奥肖内西被《巴伦》杂志称为“击败世界的人”和“统计怪杰”，《高收益》杂志则称其为“我们所遇见的最具有创见性的市场观察家之一”，他所著的《华尔街股市投资经典》一书广受金融界名人赞誉。

第20部 《专业投机原理》【美国】维克多·斯波朗迪（1952~ ） / 296



被《巴伦》杂志誉为“华尔街的终结者”的维克多·斯波朗迪是华尔街的风云人物，做了25年的基金管理人，是兰德管理公司的投资管理人。这位《华尔街日报》等媒体一直关注的金融焦点人物，在华尔街创下了从1978年到1989年连续12年投资赢利的战绩。那么，他是如何做到长盛不衰的呢？其答案可以在1992年被《商业周刊》评为“年度最佳商业图书”的《专业投机原理》里面找到。

第21部 《交易冠军》【美国】马丁·舒华兹（1945~ ） / 318



从专业交易到散户投资人，都在寻找一种让他们迅速成功的“武功秘籍”，而若要以此为喻，舒华兹的《交易冠军》可算是“心法”。舒华兹在成为成功的专业交易员之前，曾经有10年的时间在股市中浮沉，最后，他终于使自己从经常遭逢亏损的状态转变成持续获利的交易员。本书翔实地记录了他如何成为华尔街顶尖操盘高手的真实故事，写出了操作者实战的技巧以及使他获得数百万财富的操盘技术。

第22部 《罗杰斯环球投资旅行》【美国】吉姆·罗杰斯（1942~ ） / 334



吉姆·罗杰斯被称为“21世纪的投资骑士”，作为教授，他讲的课连世界最顶尖的投资大师巴菲特听了都连声叫好；作为投资专家，他与索罗斯一起创立华尔街最成功的对冲基金——“量子基金”，这位曾经进入吉尼斯纪录的两次环球的投资旅行家，用一个西方金融家敏锐的眼光，洞察了世界各地的投资机会。在《罗杰斯环球投资旅行》一书中他所作的生动的、翔实的实证分析是任何财经报告无法包容的。

第23部 《世纪炒股赢家》【美国】罗伊·纽伯格（1903~1999） / 346



罗伊·纽伯格是一位白手起家的百万富翁，作为一位曾经征服了华尔街又征服了华盛顿的经理人，在20世纪上半叶，这位颇具传奇色彩的股票交易商，成为美国股市和政坛上叱咤风云的人物，同时也是一位颇受大众瞩目的投资家。他在94岁高龄出版的《世纪炒股赢家》一书以自述形式讲述了自己的人生历程和追求事业的生涯，读者可以从他提供的理财建议中获益匪浅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第24部 《逆向思考的艺术》【美国】汉弗莱·B·尼尔（1904~1978） / 362



作为一个投资者，你是否想过自己为何会投资失利？失利后又一再重复犯错。你有没有意识到这是因为自己的投资决定往往是受情绪主导，并非一般以为的理性思考。而要克服心魔，就得坚守原则独立和逆向思考。20世纪50年代，汉弗莱·B·尼尔在其名著《逆向思考的艺术》中推出了相反意见理论，使逆向思考理论风靡一时，最终“看涨意见一致指数”这一市场情绪指标成为很多投资者必不可少的分析工具之一。

第25部 《通向金融王国的自由之路》【美国】范·K·撒普（1945~ ） / 374



范·K·撒普在国际上被公认为是交易心理学方面排名第一的大师，有15年的交易商和投资者顾问经验，曾经与世界上一些顶级的交易商和投资者们一起工作，并且完成了对各种各样交易商和投资者们的上千种心理评价。凭他的背景和经验，可以说《通向金融王国的自由之路》这本书里装满了能够真正帮助一个交易商或投资者提高业绩的各种信息。如果你想进行投资交易，那么一定要弄懂这本书的内容。

第26部 《泥鸽靶》【美国】弗兰克·帕特诺伊（1967~ ） / 386



弗兰克·帕特诺伊，在美国金融界、政界可谓无人不知无人不晓，这个名字使神秘的华尔街变成一个连普通老百姓也能明白的行业。弗兰克·帕特诺伊曾经是国际顶级投资银行的衍生产品经纪，他的《泥鸽靶》一书揭露了金融衍生品这种复杂的金融工具及其玩家的种种鲜为人知的真相。所以，有人说：“《泥鸽靶》是一本股票经纪和基金经理不希望你看到的书，却是一本你不能不看的书。”

第27部 《伟大的博弈》【美国】约翰·斯蒂尔·戈登（1944~ ） / 397



约翰·斯蒂尔·戈登是美国作家和经济历史学家，也是美国著名的专栏作家。他的代表作品《伟大的博弈》以华尔街为主线展示了美国资本市场发展的全过程。它生动地讲述了华尔街从一条普普通通的小街发展成为世界金融中心的传奇般的历史，展现了以华尔街为代表的美国资本市场在美国经济发展和腾飞过程中的巨大作用。该书提醒今天的资本市场建设者他们所要面临的现实和困境，也为投资者们提供了一些有益的参考。

第28部 《散户至上》【美国】阿瑟·莱维特（1931~ ） / 409



在经过了8年与华尔街巨鳄的猫鼠游戏之后，阿瑟·莱维特以一本惊世骇俗的《散户至上》揭露了这个纸醉金迷的名利场无处不在的陷阱。这部开启投资智慧的宝典对投资者的教育与保护有多重意义，被誉为“投资避险的防身利器”。该书是自有股市以来，美国证券交易委员会主席第一次为投资者写的专著，它不仅成为投资者的朋友、进入股市的教科书，还成为投资者致富的指南。

第29部 《非理性繁荣》【美国】罗伯特·J·希勒（1946~ ） / 420



2000年3月初，美国道琼斯指数在短短几周之内由历史最高点下跌了近20%，同时纳斯达克指数跌幅超过30%。人们在惊恐之中忽然想起了一本在一个多月前刚刚出版的新书——《非理性繁荣》。这本书的作者罗伯特·J·希勒将此前节节高升的美国股票市场称作是“一场非理性的、自我驱动的、自我膨胀的泡沫”。由此，这个被称为股市预言家的人成为美国经济学界和金融界关注的焦点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第30部 《贼 巢》【美国】詹姆斯·B·斯图尔特（1951~ ） / 437



20世纪80年代，华尔街金融犯罪猖獗，内幕交易和市场操纵让少数人迅速成为巨富，却使大量无辜的公司和个人投资者破产。詹姆斯·B·斯图尔特的《贼巢》栩栩如生地描述了华尔街上四大“金刚”的贪婪无度所带来的破坏和劫掠。该书被《福布斯》评为影响世界商业最深远的20本书籍之一。不少人因为看了这本书而把证券业作为了自己人生的第一选择，或者坚决放弃了投资任何股票，远离证券圈。

第31部 《股票作手回忆录》【美国】爱德温·李费佛（1877~1940） / 449



爱德温·李费佛是美国历史上最伟大的投机人，他以个人的力量，曾经使华尔街战栗、胆寒！他的投机理念和操盘术，一直是全世界投机客追捧和模仿的偶像。《股票作手回忆录》一书是爱德温·李费佛的经典作品，对于许多初入市者来说是一本入门的好书。书中所体现的一些闪光思想，即便是一些市场老手看后也不得不击节而叹，几十年以来任何一本书都难以望其项背。

第32部 《统计陷阱》【美国】达莱尔·哈夫（1913~2001） / 460



我们生活在一个被统计数据包围的年代，日复一日地接受着大批数据的轰击。在对各类统计数据进行利用的过程中，证券市场最具代表性。投资者如果根据虚假的财务数据进行投资，极可能使投资付诸东流。达莱尔·哈夫在广泛调查的基础上，从报刊、杂志、书籍中，从美国统计学会一些统计学家提供的实例中，收集了大量案例，写下了《统计陷阱》一书。该书一经出版，便畅销美国，受到一致的好评。

第33部 《1929年大崩盘》【美国】约翰·肯尼斯·加尔布雷思（1908~2006） / 473



加尔布雷思被称为20世纪最伟大的经济学家之一，他有33本著作，不过他说：“我写过的最成功的书，除了《丰裕社会》之外，就是《1929年大崩盘》，到现在它在美国所卖的数量比我其他所有书的总和都多。”《1929年大崩盘》被美国《财富》杂志推荐为75本必读商业类图书之首，《圣路易斯邮报》则认为《1929年大崩盘》是卓尔不群的传奇经济学家“对人类经济史上最令人难忘的岁月的精湛分析”。

第34部 《说谎者的扑克牌》【美国】迈克尔·刘易斯（1960~ ） / 484



很难说什么样的人就是一个优秀的交易者，如果你想充分了解市场，做到反应迅速、分析准确，那么不妨读一下迈克尔·刘易斯的经典之作——《说谎者的扑克牌》，你会学到很多有关交易领域的知识。在本书中，刘易斯将华尔街投资世界中许多不为人知的技巧、诀窍和手段娓娓道来，披露了自己是如何参透华尔街的波谲云诡、逐步掌握投资走势的。这部经典之作是《财富》杂志推荐的75本商务人士必读书之一。

第35部 《对冲基金风云录》【美国】巴顿·比格斯（1932~ ） / 502



自从科技股泡沫的辉煌时代以来，投资已经变成了一项危险的工作，经营对冲基金更是如此。巴顿·比格斯这位华尔街传奇投资家与金融大师，多次被《机构投资者》杂志评选为“美国第一投资策略师”。很少有人能像巴顿·比格斯那样看到华尔街如此多的起落，获得如此丰富的经验。而《对冲基金风云录》这本书正是作者以自身经验为读者开启了一扇了解华尔街顶级投资人士的投资生活和内心世界的窗口。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第36部 《客户的游艇在哪里》 【美国】小弗雷德·施维德（1901~1966） / 514



《客户的游艇在哪里》一书的作者小弗雷德·施维德是一位职业交易商，在1929年的大崩溃中损失惨重，但是他又凭借自己的经营头脑摆脱了困境。几年以后，他根据自己的经历写成了《客户的游艇在哪里》。该书以他在华尔街证券交易的经历为基础，通过敏锐的观察，以极具讽刺性的语言，揭露了股票交易的内幕，其中蕴涵着很多的投资智慧，被称为关于华尔街的最有趣、最深刻的讽刺性著作。

第37部 《共同基金常识》 【美国】约翰·鲍格尔（1929~ ） / 529



指数基金的创立者约翰·鲍格尔1997年被《金融服务领导者》杂志评为20世纪全球7位创新领导者之一，他所掌控的先锋集团管理了28个各种类型的指数基金，拥有1500亿美元的资产，是当然的业界领袖，他用自己的信念培育了指数基金，用毕生的努力将其信念付诸实践。1999年他在《共同基金常识》一书中批判性地审视了共同基金这一产业，明示我们如何投资，如何改变投资策略，化繁为简规避基金风险。

第38部 《投资者的未来》 【美国】杰里米·J·西格尔（1945~ ） / 543



杰里米·西格尔是个睿智的人，也是瞬息万变的投资领域敏锐的观察者。对于那些想在新时代遨游的职业投资者和严肃的业余投资者来说，杰里米·西格尔所著的《投资者的未来》必不可少。如果把《彼得·林奇的成功投资》看作价值投资的《旧约全书》的话，《投资者的未来》无疑可以被称为价值投资的《新约全书》。西格尔对美国股市的长期历史研究和深刻反思，就像一盏明灯，照亮了我们的未来投资之路。

第39部 《股市晴雨表》 【美国】威廉·彼得·汉密尔顿（1867~1929） / 558



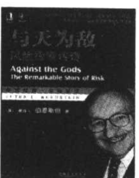
大多数技术分析人士以及市场研究者一致认为，今天我们称之为技术分析的许多东西源自查尔斯·道在20世纪初首先提出的理论，道氏理论形成了技术分析研究的基石，而这一切应该部分归功于威廉姆·皮特·汉密尔顿，1922年他出版了《股票晴雨表》一书，书中集中论述了道氏理论的精华，并使道氏理论具备了较详细的内容与正式的结构。这部投资经典著可以说是现代道氏理论得以发展的源泉。

第40部 《股市潜规则》 【美国】迈克尔·帕内斯（1965~ ） / 579



怎么才能在股市中立于不败之地，既把大把大把的钱赚到自己口袋里，又不至于在股市风向转变时一朝之间分文不剩呢？在迈克尔·帕内斯的《股市潜规则》一书中，我们可以找到一些答案。美国互联网泡沫时代出现的散户英雄迈克·帕内斯用15个月时间用3.3万本金赚取700万。在《股市潜规则》一书中，帕内斯通过自己的失败到成功的经历，深入浅出的理论与实际操练相结合，指导在线交易人和投资人。

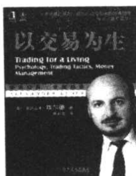
第41部 《与天为敌》 【美国】彼得·伯恩斯坦（1919~ ） / 595



风险管理在非常广阔的领域里指导着我们的决策，从收入分配到公众健康保障，从战争博弈到家庭规划，从交保费到系安全带，从种植玉米到销售玉米片，它是企业经营、股市投资、金融保险、星际探险等一切行为成功的要素，也使人类好赌的天性得以转化为经济增长、生活提高和科技发展的能量。对投资大众来说，如果尚且不了解风险，那么阅读彼得·伯恩斯坦的《与天为敌》绝对是好的开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第42部 《以交易为生》【美国】亚历山大·埃尔德（1950~ ） / 606



交易是一场艰困的游戏，或是由于无知，或者由于缺乏自律，很多交易者经常会发生损失。如果你被这些问题所困扰，那么不妨读一读亚历山大·埃尔德的《以交易为生》。亚历山大·埃尔德最初不过是个普通的小散户，凭着对投资的执著追求、不懈努力，再加上一点点悟性和严格的自我约束，最终成为了一名成功的交易员，他的《以交易为生》一书可以说是直达成功交易者的经典指南。

第43部 《操纵金钱》【美国】安迪·凯斯勒（1958~ ） / 620



无论是在物欲横流的华尔街，还是在冷酷无情的对冲基金丛林，安迪·凯斯勒都是一个异数。他不愿做利益的附庸，所以连摩根史坦利首席分析师的高位也弃之如履；他不想做股票的奴隶，所以在 2000 年网络股股灾发生前，抽身而退。作为美国金融市场的畅销书作者，安迪·凯斯勒的《操纵金钱》一书对于众多投资者来说很具有启发意义，而即便对不做投资的普通读者来说，凯斯勒探寻财富秘密的过程本身便值得一读。

第44部 《我如何在股市赚了 200 万》【美国】尼古拉斯·达瓦斯（1920~1977） / 638



1952 年，美国一个名叫尼古拉斯·达瓦斯的舞蹈家用跳舞挣来的 3000 美元购买了一只股票，然后凭借自己独一无二的投资方法在股市赚取了 200 万美元。当达瓦斯在股市获得巨额利润的消息和方法被泄露出来以后，《时代》杂志对他做了特别报道。随后一位出版商要尼古拉斯·达瓦斯写一本书来记叙自己的经历，他欣然向世人公开了自己的操作秘诀，这就是让让股民为之兴奋的《我如何在股市赚了 200 万》。

第45部 《股市真规则》【美国】帕特·多尔西（1950~ ） / 649



美国晨星公司以其对股票、基金的独立分析和研究闻名于世，作为晨星公司股票研究部负责人，帕特·多尔西的《股市真规则》这本书为读者勾勒出了晨星公司严格的股票估值过程，同时也为投资者提供了经过实践检验的、能够正确选择适合长期投资股票的工具，因此无论你是正准备涉足股市，还是已经在股市中搏杀多年，如果你能够按照书中的方法分析上市公司，相信这本书将改变你的投资人生。

第46部 《投资圣经：巴菲特的真实故事》【美国】安迪·基尔帕特里克（1945~ ） / 665



沃伦·巴菲特是一位极富传奇色彩的股市投资奇才，被誉为“股神”。大众之推崇巴菲特，不仅因为他的成功，尤其是出于对他的诚挚的敬佩，以及能够从他的睿智中汲取教益。美国资深金融记者安迪·基尔帕特里克撰写的《投资圣经：巴菲特的真实故事》一书通过巴菲特在证券投资中 200 多个最具典型意义的真实故事，将他在证券市场上的所思、所悟、所作、所为淋漓尽致地展现在我们的眼前。

第47部 《彼得·林奇的成功投资》【美国】彼得·林奇（1944~ ） / 676



对于股票投资这种入门门槛比较低的行业来说，国内外各类专家可谓数不胜数，不过真正说到大师，那或许用十个手指头就可以数得过来。无论我们如何地压缩这个名单，相信彼得·林奇的名字是不会被遗漏的。1990 年，彼得·林奇退休，开始总结自己的投资经验，陆续出版了多部著作，其中《彼得·林奇的成功投资》一书可以说是几乎囊括了他的全部投资智慧，成为全球业余投资者推崇的投资经典读物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第48部 《安德烈·科斯托拉尼最佳金钱故事》 【德国】安德烈·科斯托拉尼（1906～1999）/ 690



安德烈·科斯托拉尼这位著名的投资大师，他在德国投资界的地位，有如美国“股神”沃伦·巴菲特。安德烈·科斯托拉尼是一位大师，然而直至《安德烈·科斯托拉尼最佳金钱故事》一书出版，他才让人刮目相看。该书讲述了安德烈·科斯托拉尼先生从事股票投资60年的所见所闻，以及他对普通投资者的忠告，可以说是一位伟大而备受尊敬的股场大亨成功的股市生活的写照，也是其留给众多投资者的宝贵遗产。

第49部 《向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资》 【美国】劳伦斯·克尼厄姆（1962～ ）/ 701



本杰明·格雷厄姆先生是价值投资理论的创始人，大名鼎鼎的“股神”沃伦·巴菲特是其价值投资理论忠诚的捍卫者和坚定的实践者，二人充满传奇的生平和后人无法企及的巨大成就，证明了价值分析投资方法的永恒魅力。《向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资》一书从巴菲特及其老师格雷厄姆的投资方法入手，书中所阐述的投资智慧内容深刻，但通俗易懂，可以让诸多投资者终生受益。

第50部 《债券之王：比尔·格罗斯的投资秘诀》 【美国】蒂莫西·米德尔顿（1944～ ）/ 719



作为基金管理公司太平洋投资管理公司的创始人和首席投资官，比尔·格罗斯控制着3600亿美元的固定收益资产。他的一举一动，在金融界都有很多人追随。不管你是个人投资者还是机构投资人，如果你想了解比尔·格罗斯这位全球最著名的债券投资专家的债券投资诀窍，不妨看看全球财经新闻频道的专栏作者蒂莫西·米德尔顿所著的《债券之王：比尔·格罗斯的投资秘诀》一书。

附录1：50部必读的投资经典中外文书名对照表 / 730
附录2：*Value* 杂志推荐阅读的55部投资理财经典书目 / 733
附录3：《财富》推荐的75本经典读物书目 / 735
附录4：里奥·高夫《一次读完25本投资经典》书目 / 738

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《聪明的投资者》

【美国】本杰明·格雷厄姆（1894～1976）

我相信本书的读者一定会形成这样一个明确的概念：风险是普通股交易所固有的——风险和赢利机会是不可分的，这两点投资者都应计算在内。

我刚才所说的表明，对于典型的普通股可能不再有真正的投资，从某种意义上讲，投资者可以等到其价格不包含巨大损失的风险时购买它们。投资者必须认识到普通股投资固有的投机因素，如果股票市场的特点在将来可能发生根本变化，他的任务是把风险限制在合理的范围之内，并在财务上和心理上做好出现逆境的准备，这个逆境是重要的尽管可能是暂时的。

按保守的观点，每个用保证金操作的非专业人士都应该认识到，他事实上是在投机，因此，他的经纪人有义务提醒他。每个人购买所谓的热门股，或作类似的购买，他就是在投机或赌博。投机使人着迷，如果你在这个游戏中获利，你就会更加着迷。如果你想试试你的运气，最好拿出一定比例的资金专作此用，且这个比例越小越好。无论是在操作还是在思想上，都不要把投资和投机混淆起来。

——引自《聪明的投资者》



在20世纪60年代的一次电视访谈节目中，当一位年轻的操盘手大谈特谈激进型投资时，有观众提到了本杰明·格雷厄姆的名字。虽然这位年轻的操盘手对本杰明·格雷厄姆只知其名，并不十分了解，但这位冒冒失失的基金管理人轻率地妄加评论道：“老本杰明的麻烦在于他并不了解今天的市场”。现在，几十年过去了，这位操盘手以及他的那帮曾经辉煌一时的伙伴们的名声，早已被后人所创造出的更为出色的业绩所湮没。而“老本杰明”依然声名远播，几乎所有的价值投资策略最终都要归根于本杰明·格雷厄姆的思想。正如纽约证券分析协会所强调的：“格雷厄姆对于投资的意义就像欧几里得对于几何学、达尔文对于生物进化论一样的重要”。

股市向来被人视为精英聚集之地，华尔街则是衡量一个人智慧与胆识的决定性场所。本杰明·格雷厄姆作为一代宗师，他的证券分析学说和思想在投资领域产生了极为巨大的震动，影响了几乎三代重要的投资者，可以说是巴菲特、彼得·林奇等人的启蒙大宗师。如今活跃在华尔街的数十位身家上亿的投资管理人都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自称为格雷厄姆的信徒，因此格雷厄姆享有“华尔街教父”的美誉。

格雷厄姆是大家熟知的“价值投资法”的原创人，被公认为投资行业的掌门人。事实上，在他之前，证券分析根本算不上是一门行业。在 20 世纪 40 年代中期，格雷厄姆在一次演讲当中提出证券分析应当成为一门行业，后来由此产生了注册金融分析师行业。《聪明的投资者》（又译作《智慧型股票投资人》）一书是本杰明·格雷厄姆的代表作，初版于 1949 年，以后不断修订，一版再版，至今仍对全球金融业产生着深远的影响，并为证券市场造就了一批亿万富翁。可以说，美国的对冲基金的管理者几乎无一例外地都认真研读过格雷厄姆的这一杰作，并将书中的名言、名句引为“圣旨”。被誉为“股神”的沃伦·巴菲特曾经说过，“早在这本书首次出版时我就阅读了此书，当时我 19 岁。那时我就认为这是所有投资方面最好的书，现在我依然这样认为”。





当世界上最成功的投资人士——沃伦·巴菲特向微软公司的创始人比尔·盖茨提出一些投资建议时，幸运的比尔·盖茨得到了什么秘诀呢？其实秘诀与巴菲特这些年以来对任何愿意向他咨询投资技巧的人所说的并无二致，那就是：去读本杰明·格雷厄姆的著作。巴菲特一直认为格雷厄姆的思想，将会永远成为理性投资的基石。

1934 年美国基金经理人暨兼职教授格雷厄姆，跟他的助理戴维·多德共同撰写了《证券分析》一书，这本被后人视为将股票和债券分析纳入专业学科的关键著作之一，是无数美国最杰出投资家的启蒙教程，再加上本杰明·格雷厄姆和戴维·多德在华尔街创下的不朽业绩，使得《证券分析》一书成为投资方面有史以来最有影响力的著作。随着第二次世界大战爆发和结束，分析师虽然不太受尊重，但逐渐在华尔街占有一席之地。格雷厄姆决定为非专业的股票投资大众，写一本较简短的投资哲学书，《聪明的投资人》于是

给投资者的忠告

格雷厄姆经常扮演着先知的角色。为了避免投资者陷入投资误区，格雷厄姆在他的著作及演说中不断地向投资者提出下列忠告：

1. 做一名真正的投资者

格雷厄姆认为，虽然投机行为在证券市场上有它一定的定位，但由于投机者仅仅为了寻求利润而不注重对股票内在价值的分析，往往容易受到“市场先生”的左右，陷入盲目投资的误区，股市一旦发生大的波动常常使他们陷于血本无归的境地。而谨慎的投资者只在充分研究的基础上才作出投资决策，所冒风险要少得多，而且可以获得稳定的收益。

2. 注意规避风险

一般人认为在股市中利润与风险始终是成正比的，而在格雷厄姆看来，这是一种误解。格雷厄姆认为，通过最大限度地降低风险而获得利润，甚至是无风险而获利，这在实质上是高利润；在低风险的策略下获取高利润也并非没有可能；高风险与高利润并没有直接的联系，往往是投资者冒了很大的风险，而收获的却只是风险本身，即惨遭亏损，甚至血本无归。投资者不能靠莽撞投资，而应学会理智投资，时刻注意对投资风险的规避。

3. 以怀疑的态度去了解企业

一家公司的股价在其未来业绩的带动下不断向上攀升，投资者切忌盲目追涨，而应以怀疑的态度去了解这家公司的真实状况。因为即使是采取最严格的会计准则，近期内的盈余也可能是会计师所伪造的。而且公司采用不同的会计政策对公司核算出来的业绩也会造成很大差异。投资者应注意仔细分析这些新产生的业绩增长是真正意义上的增长，还是由于所采用的会计政策带来的，特别是对会计报告的附注内容更要多加留意。任何不正确的预期都会歪曲企业的面貌，投资者必须尽可能准确地作出评估，并且密切注意其后续发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

诞生，出版后受到读者的喜爱，被称为“简单的圣经”、“安全和价值的乐园”。

《聪明的投资人》一书在第一章首先提出要正确区分投资与投机：“投资操作是基于全面的分析，确保本金的安全和满意的投资回报。不符合这些要求的操作是投机性的”。投资以事实和透彻的数量分析为基础，而投机靠的则是奇思异想和猜测。作为聪明的投资者应该充分了解投资者最大的敌人不是股票市场而是他自己，如果投资者在投资时无法掌握自己的情绪，而受到市场情绪的左右，即使他具有十分高超的分析能力，也很难获得较大的投资收益。对此，格雷厄姆讲述了两则关于股市的寓言进行形象的说明。一则是“市场先生”，借此来说明时时预测股市波动的愚蠢；另一则是“旅鼠投资”，意在说明投资者的盲目投资行为。

第二章讨论了投资者对于变幻莫测的股票市场的态度：“从根本上讲，价格波动对真正的投资者只有一个重要的意义：当价格大幅下跌后，提供给投资者购买机会；当价格大幅上涨后，提供给投资者出售的机会。而其他时候，他如果忘记股票市场而把注意力放在股息收入和公司运作状况上，将会做得更好”。

第五至第七章介绍了防御型投资者和进攻型投资者的通用组合策略，特别是在第十章重点介绍了关于如何廉价购进股票的技巧和评估普通股的十一条规则，并提出了成长股价值计算的简单公式：价值 = 当前（普通）收益 × （8.5 加上预期年增长率的 2 倍）。

在最后一章，格雷厄姆提出了投资的核心概念——“安全边际”。巴菲特后来说，“安全边际”是有关投资的最重要的字眼。通俗地讲，安全边际就是花五角钱购买一元钱人民币的哲学；就是饭吃八分饱；就是如果你离悬崖还有一公里，那么你肯定不会跌下悬崖。投资者忽视安全边际，就像天天暴饮暴食，最终会伤及肠胃；或者你一直在悬崖边上行走，总有一天会一失足而成千古恨。

《聪明的投资者》这本书提供了一个最重要的经商理念，即“只有在不受感情因素影响的情况下，进行的投资才是最明智的投资”，也就是说，投资不应受感情的影响，不要寄予赢利的厚望，也不要担心有所损失而忐忑不安，更不要随大流，看别人购买自己就盲目地跟着购买。

---

4. 当怀疑产生时，想想品质方面的问题

如果一家公司营运不错，负债率低，资本收益率高，而且股利已连续发放了一些年，那么，这家公司应该是投资者理想的投资对象。只要投资者以合理的价格购买该类公司股票，投资者就不会犯错。格雷厄姆同时提请投资者，不要因所持有的股票暂时表现不佳就急于抛弃它，而应对其保持足够的耐心，最终将会获得丰厚的回报。

5. 规划良好的投资组合

格雷厄姆认为，投资者应合理规划手中的投资组合，一般手中应保持 25% 的债券或与债券等值的投资和 25% 的股票投资，另外 50% 的资金可视股票和债券的价格变化而灵活分配其比重。当股票的赢利率高于债券时，投资者可多购买一些股票；当股票的赢利率低于债券时，投资者则应多购买债券。当然，格雷厄姆也特别提醒投资者，使用上述规则只有在股市牛市时才有效。一旦股市陷入熊市，投资者必须当机立断卖掉手中所持有的大部分股票和债券，而仅保持 25% 的股票或债券。这 25% 的股票和债券是为以后股市发生转向所预留的准备。

6. 关注公司的股利政策

投资者在关注公司业绩的同时，还必须关注该公司的股利政策。一家公司的股利政策既体现了它的风险，又是支撑股票价格的一个重要因素。如果一家公司坚持了长期的股利支付政策，这表示该公司具有良好的“体质”及有限的风险。而且相比较来说，实行高股利政策的公司通常会以较高的价格出售，而实行低股利政策的公司通常只会以较低的价格出售。投资者应将公司的胜利政策作为衡量投资的一个重要标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在20世纪初叶，大部分金融家都不怎么懂数学，甚至连一些简单的财务比例都算不清楚。那个时代的金融家热衷于谈论模糊的“消息”和“期望”，而不是明确的数据和事实。格雷厄姆从年轻的时候起，就非常痛恨这种模糊的投资理念，尤其是不经过大脑分析、只凭热血冲动的盲目乐观的投资理念，因为他的母亲正是因为盲目乐观而变得一贫如洗。每一个经济类专业的大学毕业生都会想到职业成功、一夜暴富和聚光灯下的生活，但是在格雷厄姆心目中，最重要的恐怕不是争取变得富有，而是争取避免自己的家族过去一再蒙受的苦难——投资失败和破产。所以，格雷厄姆终其一生都是非常谨慎的防御型投资者，他所创造的“价值投资”理念与其说是为了争取投资收益，还不如说是为了尽可能地回避投资风险。

《聪明的投资者》一书为投资人提供了一个投资决策的正确思维模式。投资成功不需要天才般的智商、非比寻常的经济眼光或是内幕消息，所需要的只是在作出投资决策时的正确思维模式，以及有能力避免情绪破坏理性的思考。本书明确而清晰地描述了这种思维模式，如果你遵从格雷厄姆所倡导的投资原则，尤其是第八章与第二十章宝贵的建议，你的投资就不会出现拙劣的结果。

一个伟大的投资者之所以伟大，并不在于他能永远保持长盛不衰的记录，而在于他能从失败中吸取教训，不再去犯同样的过错。格雷厄姆正是这样一个伟大的投资者。

格雷厄姆认为，一个真正成功的投资者，不仅要有面对不断变化市场的适应能力，而且需要有灵活的方法和策略，在不同时期采取不同的操作技巧，以规避风险，获取高额回报。格雷厄姆在股市投资中坚持不懈地奉行自己创立的理论和技巧，并以自己的实践证明了其理论的实用性和可操作性。因此，巴菲特认为从《聪明的投资者》一书出版至今没有什么不同，根本没有再继续学习正确投资的基本原则，它们还是本·格雷厄姆当年讲授的那些内容。

投资者需要的是一种正确思维模式，其中大部分都可以从格雷厄姆所著的《聪明的投资者》中学到。1994年12月6日，巴菲特在纽约证券分析协会的演讲中指出：“在《聪明的投资者》的最后一章中，格雷厄姆说出了关于投资的最为重要的词汇：‘安全边际’。我认为，格雷厄姆的这些思想，从现在起一百年之后，将会永远成为理性投资的基石。”

格雷厄姆快80岁时因病需要巴菲特帮助修订《聪明的投资者》的一个新版，巴菲特曾提议作一些改动，包括“多谈点通货膨胀，多谈点投资者应当如何分析企业”，但最终没有实现。2003年的英文修订版，巴菲特推荐并作了序，和汉译本相比，增加了通货膨胀、投资基金等独立章节。格雷厄姆注重量化分析，是购买廉价证券的“雪茄烟蒂投资方法”，而巴菲特在他的基础上增加了费舍和芒格的思想，即对企业类型、企业特质、企业管理的质化分析，把量化分析和质化分析有机地结合起来。巴菲特说：“我现在要比20年前更愿意为好的行业和好的管理多支付一些钱。本杰明倾向于单独地看统计数据，而我越来越看重的是那些无形的东西。”正如威廉·拉恩所说，巴菲特把格雷厄姆的思想带进了另一个新阶段。总的来说，《聪明的投资者》虽然是为普通投资者而写，但金融界人士也深为书中的智慧光芒所倾倒，该书再一次巩固了格雷厄姆作为一代宗师的地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资界的“圣经”



今天在股市提起投资大师沃伦·巴菲特的大名可说是无人不知无人不晓，但是巴菲特的恩师本杰明·格雷厄姆对美国投资界的影响更是无远弗届。格雷厄姆在1934年所著的《证券分析》是每个攻读投资学的人必须修读的一本教科书。格雷厄姆又在1949年完成了《聪明的投资者》一书。该书一出马上洛阳纸贵，成为投资界的金科玉律，并且迄今不衰，华尔街称其为投资界的“圣经”。

格雷厄姆认为一个成功的投资者不需要很高的智商或丰富的商业知识，他所需要的是一个不感情用事的冷静头脑与用合理的股价购买优良股。他用非常简单明了的语言向读者解释了投资与股市的真义。格雷厄姆对股票的定义是股票并非在股市交易板上或在电脑上闪烁的一个代号而已，股票代表一个人在某一个企业的所有权。只要该公司的业务在稳定地成长，公司在赚钱，长期来讲，股票就会上涨。投资者往往会忘记了股票的基本定义，被股市的情绪操纵一窝蜂地以高得不合理的股价抢购热门股。20世纪90年代末期高科技的泡沫就是一个最佳的例子。事实上，人类的历史一直在不断地重演，股票的历史也一样。格雷厄姆指出，1919年的汽车股、1929年的电力股及1960年的电器股的命运与20世纪90年代的高科技股没有异样，全都在投资者的热情鼓舞下涨到不合理的高峰。这些高股价股票的命运都一样，最后的结局是惨不忍睹的。

这些投资者的热情与17世纪在北欧的荷兰所发生的郁金香事件如出一辙。当时在荷兰突然传言投资郁金香的球茎可以致富。为了快速致富，大家不问情由即开始疯狂地抢购郁金香球茎，图谋转售以获厚利。郁金香球茎的价格自然跟着暴涨。当时疯狂的程度令人咋舌。时过境迁，当人们清醒过来后才发觉，自己竟耗费终生的储蓄以昂贵得不可思议的高价抢购了大量不值钱的郁金香球茎。郁金香事件的结果令许多人倾家荡产。这些人怎么会这么傻？真令人不可思议。事实上，科技股的泡沫不正是郁金香事件的翻版吗？华尔街的一些投资专家已把那些投资者以高得不可思议的股价抢购一些尚不赚钱的网络股事件，称之为21世纪的郁金香球茎事件。一般人对股市的定义是买股票者与卖股票者在某一定点交易股票的地方。格雷厄姆却认为股市像一个人一样，姑且叫他市场先生吧。市场先生虽然蛮稳健与冷静的，但是有时也会闹情绪。他有时心高气傲，有时却又垂头丧气，觉得万事皆空。

市场先生的唯一职责是不停地在那里向您——一个投资者买股票或者卖股票。当市场先生心高气傲时，他定的股价非常高，这时您就不应该向市场先生买股票。当市场先生心情不好及垂头丧气时，他定的股价则非常低，这时您不可卖股票给他。一个聪明的投资者绝对不能受市场先生那阴晴不定的情绪的影响而作出买高卖低的决定。格雷厄姆一再警告那些参与股市的人不要以为自己是一个投资者。事实上他们都是一些投机者。投机者把他们持股的价值定在“股价”上。投机者喜欢买股价上涨的股票。投资者却喜欢买股价下跌的股票。投资者特别喜欢收购那些股价跌到股票实际价格之下的股票。

一个投资者对投资的本金的安全性应该非常珍视。对投资的回报也不敢轻视。格雷厄姆认为一个投资者必须具备下列三个要点：详细地研读要买的股票；买的股票要非常安全；不可要求不合理的高回报。您若做不到以上三点的话，那您便不是一个投资者。换言之，您是一个投机者。（申湘如）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价值投资经典

1950年，在内布拉斯加州大学读三年级的巴菲特阅读了格雷厄姆的《聪明的投资者》一书。这本书倡导人们做“有价值的投资”——调查一下在股票市场上人们对哪些公司评价过低，也就是说，看一下哪些公司的内在价值实际上要比股票市场给它定的价值要大得多。一个有价值的投资者在真正的商界总是以低于商业本身价值的价钱——也就是它的内在价值——购买股票，他总是想购买那些能以大大低于公司“相互影响价值”抛出的股票。同时，格雷厄姆还认为只有当股票能以低于营运资本净值的2/3价格进行交易时，投资者才应该购买它。对于格雷厄姆来讲，安全可靠的投资要求高的财产净价值和低的利润，他强调股票价格和利率之间的比率。

《聪明的投资者》这本书为巴菲特提供了一个最重要的经商理念，即“只有在不受感情因素影响的情况下进行的投资才是最明智的投资”。也就是说，投资不应受感情的影响，没有寄予赢利的厚望，也没有担心有所损失的忐忑不安，更不要随大流，看别人购买自己就盲目地跟着购买。在投资前要考虑的因素很多，比如说像管理是否完善，股票价格、竞争能力以及特许经营权的持久性如何等。但是在价格问题上，本杰明·格雷厄姆的这些话对巴菲特来说简直就像至理名言。对巴菲特来说，阅读这本书使他有了对事物真谛的顿悟。“这本书对我而言，就好像是去往大马士革的路上遇到使徒保罗一样”，巴菲特对《奥马哈世界先驱者报》的记者罗伯特·杜尔说。

巴菲特总是把《聪明的投资者》这本书作为任何一位想要成功的投资者必读的书推荐给别人。他曾讲过，该书的第八章讲的是投资者对于变化多端、不可预测的股票市场的态度。第二十章讲的是关于如何廉价购进股票的技巧，也就是“安全投资的技巧”。这两章是所有投资方面的建议中最重要的两条——一个真正的投资者应该学会利用股票价格，不论是在股价最高时还是在最低时，他都能够以相对于真正的商业价值来讲较低的价格买进。（佚　名）



投资行业的掌门人



本杰明·格雷厄姆是犹太人的后裔，1894年5月8日出生在英国伦敦。就在格雷厄姆刚满一周岁的时候，其全家漂洋过海到了美国。格雷厄姆在美国的土地上成长，他的身上既凝聚了犹太民族千百年来对金钱高超的智慧与冷静的头脑，又具备了美利坚民族那种激进的、浪漫的冒险精神。格雷厄姆的童年非常不幸，他们一家初到美国时的生活非常艰辛。在格雷厄姆9岁那年，他的父亲因病而辞世。1907年初，格雷厄姆的母亲多娜在找不到投资方向的情况下把大部分的积蓄拿到股市上去碰碰运气，到1907年底的时候股市狂跌了49%，格雷厄姆一家可怜的家产就这样在股灾中被无情地吞噬了，正是从母亲那沉痛而憔悴的脸上，少年时代的格雷厄姆读到了股市这本复杂之书的第一页。青年时期的格雷厄姆以出类拔萃的成绩考上了美国的名校之一——哥伦比亚大学，1914年夏天，格雷厄姆以荣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

誉毕业生和全班第二名的成绩顺利地从哥伦比亚大学毕业。在毕业后的职业选择上，他迫于生活的压力毅然地选择了华尔街，放弃了留校任教的机会。在华尔街，格雷厄姆从最底层的工作起步，那个年代没什么证券分析家而只有统计员。经过多年的打拼，到 1929 年为止，格雷厄姆联合账户的资金已达 250 万，但大危机接踵而来。尽管格雷厄姆非常小心谨慎，却还是在 1930 年损失了 20%，之后，他以为最糟糕的时候已经过去，便又贷款来投资股票。而 1932 年联合账户跌掉了 70%之多，格雷厄姆也濒临破产。《证券分析》一书就是在这种背景下产生的，它其实是对 1929 年资本主义大萧条深刻反思的产物，凭借此书格雷厄姆在有价证券这一行创立了一整套卓有成效的理论。格雷厄姆的证券分析讲座使许多人受益良多，他在投资理论方面的真知灼见获得热烈的反响，他的影响也从此开始走出华尔街，向社会上扩散。

在格雷厄姆赢得巨大声誉的同时，他所负责运作的格雷厄姆－纽曼公司也开始进入一个新时代。

1936 年，实施了数年的罗斯福新政渐显疲软之态，华尔街也随之再度陷于低迷。对于大多数投资者而言，即将面对又一轮的严峻考验，而此时格雷厄姆的投资策略和投资技巧已相当成熟，操作起来更加得心应手。格雷厄姆的这些投资策略和投资技巧既表现出了对持续低潮的抗跌能力，又表现出了在弱市中的获利能力。在股市开始反转时，格雷厄姆在股市低迷期所购入的大量低价股由此获得了巨大的回报。在 1936 年至 1941 年之间，虽然股市总体来讲呈下跌趋势，但格雷厄姆－纽曼公司在此期间的年平均投资回报率仍大大超过了同时期的标准普尔指数。

1956 年，虽然华尔街仍处于上升趋势之中，但格雷厄姆却感到厌倦了。对他而言，金钱并不重要，重要的是他在华尔街找到了一条正确的道路，并将这条道路毫无保留地指给了广大的投资者。在华尔街奋斗 42 年的格雷厄姆决定从华尔街隐退，开始了他在加州大学的执教生涯，他想把他的思想传播给更多的人。

格雷厄姆的离去丝毫没有削弱他在华尔街的影响力。他依靠自己的努力和智慧所创立的证券分析理论影响了一代又一代的投资者。他所培养的一大批弟子，如沃伦·巴菲特等人在华尔街异军突起，成为一个又一个的新投资大师，他们将继续把格雷厄姆的证券分析学说发扬光大下去。



第一章　聪明的投资者将获得什么

原著精选 YUANZHUJINGXUAN

三、防御型投资者将能获得什么

我们已把防御型投资者定义为那些主要感兴趣于投资的安全性和不愿烦恼的投资者。他应该遵循一个简单的把证券划分成两部分的投资规划，一部分是合适的债券，另一部分是多样化的主要普通股。胜任的证券分析者或投资顾问都应备有这样的股票清单。投资者必须在与投资于普通股的有价证券比例有关的两种行动之间作出选择。一种是把这个比例固定，例如永远是 50%；当市场水平大幅度上升或下降使这个比例改变后，例如到 55%或 45%，他将进行不经常的调整以恢复到 50%的比例。另一种选择是，当他感觉到市场水平高得危险时，他可以减少普通股的持有量，使其低于 50%（低到 25%）；相反，如果他认为股票价格的下跌使得它们很有吸引力时，他可以提高这个比例（可能高到 75%）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有价证券中债券比例比较容易确定。如果本金不多，最好投资于美国储蓄债券，它给予持有者各种权利以弥补比其他高等级债券的收益率低的缺陷。其他投资者可在可提取的银行存款和美国政府债券之间选择，现在可得的收益率为 4.25%；可投资于顶级公司债券，收益率接近 4.5%；也可投资于 A 级州和市政免税债券，收益率可达 3.5%（后者当然仅适用相当高的税收等级）。

重要的普通股的股息率不能像高等级债券的回报率那样精确预测。在 1964 年末，低于 3%；但过去 10 年，市场水平平均约为 3.7%。对于每年的收入，股票持有者有权要求用来增加未分配利润或再投资利润。这就意味着，除非将来发生意外，典型的普通股的基本价值会稳定增长，这反映平均或“正常”市场价格也会相应增长（这一事实以及通货膨胀的影响，是使股票的平均价格自美国内战以来明显呈上涨趋势的原因）但这个保证性的陈述并没有包含当前（1964 年）的价格水平可能是高得危险的可能性。就像上面所说的，股票正常或平均价格的稳定增长，不能防止股民的股票严重的和可能是持续的贬值。这种风险不可避免，相反，你如不投资于普通股，假如市场水平保持现有或较高水平，你就会承受相应的惩罚。

在正常市场水平下，如果防御型投资者能把一半的本金投资于在市场正常水平上获得的普通股——无论这些普通股是什么——另一半投资于收益率为 3.5% 的免税债券，他的收入回报率就会在 3.5% 和 4% 之间，约有一半免税。另外，他的股票也会随着利润的再投资而升值，从而使他的回报率可能会高达 4.5%。这个成果虽不能说惊人，但可比较轻松地取得。另外，它可保护投资者不受大规模的通货膨胀引起的购买力下降的影响。

在前一版中，我在这一点增加了下列陈述：“……还有一个好的机会，即使没有进一步的通货膨胀，股票的投资回报率也很有可能比我们估计的更好。因此，只要防御型投资者的购价不高于正常价值，他就会收到满意的投资结果”。自 1949 年以来，普通股的回报率比初始的 4% 高得多，且后来比我允诺的 5% 也高得多。这是对过去的结果满意的源泉，但我已经指出，在股票市场价格大幅度上升的情况下，产生这个好的结果可能对将来是威胁而不是促进。

我简要地提一下三个与防御型投资者相关的补充概念和实践。第一个是购买主要的投资基金股份以作为产生自己普通股组合的替代（我们将使用术语“投资基金”而不是现在不精确的“投资信托”或它的官方的但含糊的“投资公司”的说法）。作为替代，他可以利用在许多州由信托投资公司和银行操作的“普通信托基金”或“混合基金”；或者，如果资金雄厚，他可以利用投资顾问机构提供的服务。这将会沿着标准线对他的投资规划进行专业性的管理。第二就是“美元成本平均值”方法，其隐含着每月或每季度投资等额的资金于普通股上。用这种方法，在价格水平较低的股市上购买的股票就比水平较高时多，最终，持有的所有股票就有满意的平均价格。第三为“方程式计划”，就是前面提到的投资者希望普通股持有量在最低 25% 和最高 75% 之间变化，与市场的行动保持相反关系。这些思想对于防御型投资者很有价值，在后面章节还将详细讨论。

四、进攻型投资者将能获得什么

进攻型投资者，当然有比防御型的或被动的同伴赚更多钱的欲望和期望。首先他要相信，他的结果不会更糟。但是，将大量的精力、研究和天生的能力带入华尔街，结果不是赢利而是遭受损失，这是常有的事。这些有利条件如利用不当，就与不利条件没有区别了。因此，进攻型投资者开始就应清楚，什么策略成功几率大，什么方针成功几率小。

我给出 5 种标准方法，进攻型投资者可用来赚取超额利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1. 普通交易——全面参与市场活动，就像“平均指数”反映的那样。

2. 有选择的交易——选择在一年左右时间中比一般股票在市场上表现更好的证券。

3. 买低卖高——当价格及行情较不乐观时入市，等到两者都上升时卖出。

4. 长线选择——选择将来比一般企业更成功的公司（这些股票常被称作为“成长型股”）。

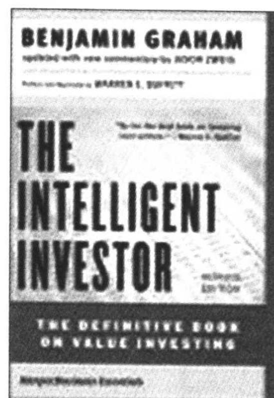
5. 廉价购买——购买那些经可靠的方法衡量，价格大大低于它们真实价值的证券。

冒着疏远读者的危险，我明确地说本人并不认为普通交易或有选择的交易在投资实践中有什么作用。二者都有投机的特点，因为要使其取得成功，靠的不仅是投资者的预见力和交易能力，还要求比同一领域的大量的竞争者更聪明。投资，涉及到将来，依靠将来以证明现在是否正确。但是，投资者若要利用现有资金得到尽可能多的现钱，除非他根据过去的记录和经验进行判断，并能看到潜在的危险并进行防范，而不是误以为靠自己的预见力就能赚钱，投资才有意义。

投资需要并预先假定安全边界，以防事态的发展与预料的相反。在市场交易中，就像在其他形式的投机中一样，错误是没有边界的；你要么对，要么错，错了就意味着损失。因此，尽管我相信普通的理性的读者可以学会在市场交易中赚钱，我还是建议他们去尝试其他的方法。每个人都知道，在市场交易中，大多数人最后是赔钱的。那些不肯放弃的人，要么不理智，要么想用金钱来换取其中的乐趣，要么具有超常的天分。在任何情况下，他们都并非投资者。

第三种形式的努力——买低卖高原理，好像只有在特殊情况下才能做到，不太实用。其实，这一方法和其他方法有根本的区别。它注重的是已有价值，而非期望市场的下一个运动；低价购入的股票，即使价格不再上涨，其收益和红利也不会让购买者失望。当然，在过去，后者是不真实的；在市场繁荣情况下，购买者最后总能以比购价高得多的价格卖出；因此，等待购买机会，直到价格明显很低，也属于投资的内容。这件事并不容易，因为市场具有不规则的大幅波动的特征，特别是近 40 年；而且，如果投资者试图在将来遵循它，结果将有错误计算的危险。因此，有关这一技巧的意见不是确定的，尽管它确实出现，但对普通智力的投资者我不能在财政和心理上证明他一定能成功（其实，大多数有关的时机准则，本质上都是买低卖高准则的折中运用，并被用来保证它的优点，而不必冒着完全“错过市场”的内在风险）。

是否投资者应该试图买低卖高，或是否他应该满足于不管行情如何持有合理的证券——仅接受它们的内在品质的周期性检验——是个人必须作出的几个选择之一。这里，投资者的性格和个人地位是决定因素。一个和市场相关的人，如果习惯根据经济前景形成判断并据此采取行动，那么，对于一般的股票价格，他可能会形成类似的判断。这样的投资者极有可能受买低卖高技术的吸引。但是，专业人员及富有的人，可能更容易从一年年的价格波动中清理他们的思想。对这群人，更有吸引力的选择可能是，当资金允许时谨慎地购买，并注重几年的收入回报。



《聪明的投资者》英文版封面

根据第四种方法．投资者选择证券，特别是选择普通股时，也要关心它们的长远收益。选一个好的公司，几年后，收入可以翻 3 倍，股票可以翻 4 倍甚至更多；而选一个不好的公司，几年后则会大大损失股票的价值。因此，大多数进攻型投资者，应把主要精力花在正确估计他们检验的公司的发展前景上。怎样才能做好这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

工作呢？如果这一工作做好了，即使不用简单、防错的规则或甚至复杂但很好定义的技术，也能取得成功。一个公司的长期将来至多是“付学费的猜测”。某些最花学费的猜测，虽然耗了许多精力进行研究，但结果完全是错误的。其实，成功的主要障碍在于这样一个固有事实：如果一个公司前途明显比较好，那几乎肯定已经在当前的股票价格中得到反映——经常过分体现。你买这样的股票，就像在赛马比赛中下赌注，机会可能在你一边，但结果往往并非如此。你可以把这当做一条公理：在华尔街，如果总是做显而易见或大家都在做的事，你就赚不到钱。

相反，尽管大多数人不赞成你的判断，你仍应遵循自己的独立判断；如果你是正确的，你就有机会获得丰厚的收益。

但具有在别人判断都错误时判断正确的能力的人几乎是不存在的。这种预见力不能被看作理性投资的特点。

因此，即使在适用投资技巧的情况下，我也倾向于强调投资的风险而非可能的收益。选择了前景较好的股票，但小心不要为将来的许诺支付太多。总之，有利于成长股哲理的平衡不可能被如此清楚地分开。在这个领域，有损失的机会也有获利的可能。

对进攻型投资者，最后的机会种类在于购买价值过低或廉价的股票。这种股票和成长股相反。由于成长股很受欢迎，所以经常价格过高。那么，非成长股因不受欢迎，所以经常价格过低吗？我相信对这个问题的回答一定为“是”。在不好的市况和一个不受欢迎的股票之间有非常类似的情况，就像由于公众的情绪低落，整个股市呈进一步下跌的趋势一样，由于许多股票的将来不被看好，于是它们的价格降到特别低的水平。当不利的情况出现时——就像真实的发展过程一样，也许仅是预期——人们反应可能过激，从而为那些理性的和有勇气的投资者创造了真正的机会。在萧条的深处或熊市出现时，一般人看不到希望，只认为情况会更糟。同样，当某个企业或工业略呈不景气之势时，华尔街就认为它的将来完全没希望了，因此不管它的股票价格多低都不买。这两种推理都是相似的，同样是荒谬的。

如果购买价值过低的证券的做法是正确的，那么，只在市场水平普遍较低时购买就会收到较高的回报。前者出现的机会在市场任何时候都可能发生，而后者只会间断性地出现。多年的经验使我可以断言，价值过低的证券值得进攻型投资者购买。同样，在许多情况下，普通股价格过低是因为它们没想引起投资者的热情和兴趣，而非该公司地位的下降。用华尔街的说法，它们缺乏“性吸引”，因而它们通常只能廉价销售。发生如此情况的一个很好的例证可以在 1960 年大的石油公司股票下跌中找到，这个下跌是由于失去对它们的收益预期的信心而造成的。作为最重要企业的新泽西标准石油公司，那年，其股票售价比利润低 12 倍（而 1963 年，据报道，它的利润达到了历史最高水平，股价比 1960 年的最低价翻了一番）。

因为选择这样的股票需要较多的知识和技巧，所以不是那些新手和专业知识较少的投资者的事情。如此的交易应被一个有能力的证券分析者拒绝，是合乎要求的且可能是必需的，因为他能够摆脱他的同行某些困扰人的偏见。但其与众不同的特点，正像我们看到的：一旦足够的分析已经完成．并且显著的特点出现，那么理性投资者要有必要的资料使自己确信该投资是正确的、有吸引力的；他不应盲从他的建议者，而应有自己的判断力。在其他证券操作中这也是必需的。

价值低估的证券可能包含公司债券和优先股以及普通股。事实上，在 1947 年，我们导出一个极端的陈述：唯一适合于投资者的公司债券和优先股类型是价格下跌到价值以下的那些证券。无论一级高级证券或普通的二级证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

券，都没有美国储蓄债券更具吸引力。虽然高等级债券的收益使单独的投资者更有兴趣，但高收入的投资者没有充足的理由在这个时间离开美国政府债券程序的简单性或放弃高等级的免税债券的确定的收益。

一些二级或低等级债券，价格有时有降到较低水平的趋势，这是当它们的价格处于正常水平时不要购买的原因，也是它们有时表现出相当有吸引力的购买机会的原因。

为完整起见，最后我要提及，可转换债券或优先股有时非常值得购买，甚至尽管它们以全价，即以大约票面价值出售。我必须说明，可转换债券实际并不像理论上那样好。

以上分析了进攻型投资者的各种行为，除了给出一些建议外，更多的是警告。“比一般人做得更好”，看似容易做到难，而且风险不可避免。但我愿冒险地猜测，哪怕是一个智力平平的人，只要遵循正确的原则，并听从有能力的证券分析者的忠告，询问正确的问题，那么几年后，他就可能比懒散的、被动的或防御型的投资者多赚一倍的钱。



第十六章　“安全边际”——投资的核心概念

利用你的知识、经验和勇气。如果你已经从事实中得出一个结论，并且你知道你的判断是正确的，按照它行动，即使其他人可能怀疑或有不同意见。

根据古老的传说，一个聪明人将世间的事情压缩成一句话：“这很快将会过去”。面临着相同的挑战，我大胆地将成功投资的秘密精练成四个字的座右铭：“安全边际”。这贯穿于前面投资策略的讨论，经常是直接的，有时是间接的。现在让我以一个相关的论据试图简明地追溯那个思想。

所有的投资者都认识到安全边际的概念对选择合适的债券和优先股是重要的。例如，花费几年的时间，铁路债券（在税前）应该取得高于 5 倍的总固定收入，这是由于该债券适合于作为投资等级发行。这个超出利率条件的过剩能力构成了安全边际，其根据是投资者可以避免由于某些期货的下跌而带来的在净收益方面的损失（高于变化的边际可以另外的方式陈述，例如，以百分比方式，但基本思想保持不变）。

债券投资者不会期望将来的平均收益与过去的收益算出的结果是相同的；如果他相信那个的话，那么所要求的边际也应是很小的。至于将来的收益会比过去好得多还是差得多，除了基于判断，他不可能依赖任何可控制的范围；如果这样做，他将不得不根据精心设计的收入账来度量他的边际，而不是强调过去记录中所显示的边际。这里，安全边际函数本质上不必给出将来的精确估计的数值。如果边际较大，由于其使得投资者充分感觉到对时间变迁的防备，那么就足以保证将来的收益不会远落在过去的收益之下。

另一方面，将企业的总价值与债务量相比较，可以计算出债券的安全边际（对优先股也可进行相同的计算）。如果企业总资产为 1000 万美元，而企业的价值为 3000 万美元，那么当债券持有者遭受损失之前，至少从理论上讲，在价值上还有 2000 万美元的收缩空间。高于债务的这个多余价值量，或“缓冲”，可以用几年内初级证券的平均市场价格来估计。由于平均证券价格通常与平均收益率相联系，因而超出债务的企业价值边际或超出费用的收入边际在大多数情况下将产生相同的结果。

安全边际的概念被大量应用于“固定价值投资”。那么，它可以被应用于普通股领域吗？是的，但必须做一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

些必要的修改。

在某些情况下，人们认为普通股更合理，因为它享有与一个好的债券一样的安全边际。例如，在萧条的情况下，当一个公司正在销售仅有的剩余的普通股时，尽管数量少于债券，仍可根据公司财产和获利能力而安全发行。这是许多金融实力雄厚的工业公司在 1932 年和 1933 年低价格水平时的立场。在这种情况下，投资者可以得到与债券相关的安全边际，加上普通股固有的获取更大收益和资本增值的机会（他缺少的唯一东西是要求红利或“其他”支付的合法权利，但这与他的利益相比是很小的缺点）。尽管不经常，但在这种情况下购买的普通股，将会提供一个理想的安全性和获利机会的组合。

在正常条件下，为投资而购买的一般普通股，其安全边际在于大大高于现行债券利率的期望获利能力。在以前几版中，我作了以下描述：

假设在一个典型的场合，基于现在的价格收益率是 9%，而债券利率是 4%，那么股票的购买者将会得到对他有利的平均年边际 5%的增长。这些盈余中的一部分以红利的形式支付给他，即使这部分被他花费掉了，但已计入了他的整个投资结果。根据他的意见，未分配的余额可以被重新投资于企业。在大多数情况下，这种重新投资不可能大大地增加收益率和股票价值（原因是市场有一种顽固的习惯，重视以红利分配的收益，而不太重视留在企业的收益）。但是，如果全面观察就会发现，通过将收益重新投资，使得公司公积金的增长与公司价值的增长有相当紧密的联系。

在一个 10 年的周期中，股票盈利率超过债券的典型超额量可能达到所付价格的 50%。这个数据足以提供一个非常实际的安全边际——其在合适的条件下将会避免损失或使损失达到最小。如果在 20 种或更多种股票中都存在如此的边际，那么在“完全正常的条件”下，获得理想结果的可能性是很大的，这就是投资于代表性普通股的策略不需要对成功地计算作出高质量的洞察和预测的原因。如果以几年中市场的平均价格购买，那么所支付的价格应当有一个适当的安全边际来保证。投资者的风险在于高出市场水平集中购买，或购买非代表性的普通股——它一般会带来使收益率下降得更大的风险。

正像我们所看到的，在 1964 年条件下，普通股投资的整个事实是：“在典型情况下”，收益率远比所支付价格的 9%低得多。我们假设，在大公司中，稍微集中于低增值的证券，一个防御型的投资者可能以现在收益的 16 倍获得股票，即基于成本获得 6.25%的收益回报。他可能得到大约等于现行的高等级债券利率的红利收益率，即 4.40%，并且他将考虑以稍微低于 2%的费用重新投资于企业。在这个基础上，10 年期间超出债券利率的股票收益率总计仅有约 1/5。我们会发现将其视为合适的安全边际是很困难的。由于这个原因，我们感觉到即使是各种各样的知名普通股现在也有真正的风险，尽管这个风险可能由各种证券获利的可能性得到补偿。的确，投资者除了遭受风险外别无选择。否则的话，随着美元的逐步贬值，他可能因为仅仅持有固定索取的支付而冒更大的风险。不过，投资者还是应该尽其可能地理性地认识到并且接受下面的结论为好：良好收益的可能性与最终低风险相结合的旧包袱不再适合于投资者。

然而，为高质量的股票支付太高价格的风险——当确实有的话——不是证券购买者通常所面临的主要风险。几年的观察告诉我们，投资者的主要损失来自在有利的商业条件下购买劣质股。购买者往往将现在的好收益等同于收益能力，并且假设繁荣与安全性是一致的。在那几年中，债券和低等级的优先股能够以接近票面价值的价格售予公众，这是由于它们具有稍高的收入回报或靠不住但有吸引力的转换权。而且，基于两三年非正常的高利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的实力，不知名公司的普通股可以按远高于有形投资的价格进行浮动。

根据任何容许的期限，这些证券都不能提供合理的安全边际。利息费用和优先股红利的范围必须通过几年来检验，包括低于正常商业的周期。如果普通股适合于作为收益率的指示器，那么它们的收益一般同样是正确的。因而得出，大多数良好的投资是以良好的价格得到的，而当视界内充满乌云时——经常在此之后不久就会出现，注定要忍受令人烦恼的价格下降。投资者无法充满信心地期待最终恢复原状（尽管在有的情况下它的确发生了），这是由于没有一个真正的安全边际使他摆脱困境。

投资于成长股的原理，有的与安全边际的原理相对应，有的与其相反。成长股的购买者对预期收益率的依赖大于过去所示的平均值。他用这些期望替代过去的记录以计算他的安全边际。投资理论没有解释为什么精心地估计将来收益还不如仅仅记录过去有更多的指导；事实上，证券分析正越来越多地对将来进行适当的评价。成长股的方案可以提供像在普通投资中发现的可靠的安全边际，假设对将来的计算是保守的，并且假设其显示了一个与所支付的价格相联系的满意的边际。

成长股方案的危险恰恰在这里。对于如此优惠的证券，市场有估价的趋势，此价格将不会受将来收益的保守型方案的保护（慎重投资的基本规则是，所有的估计，当它们与过去的操作不同时，肯定是错误的，至少在有所保留的陈述方面是错误的）。安全边际总是依赖于所支付的价格。如果在某一个价格安全边际大的话，那么在某一个更高的价格安全边际就小，在某一个还高的价格，安全边际就不存在了。正像我们假设的，如果大多数成长股的平均市场水平太高，不能为购买者提供一个合适的安全边际，那么就很难找到在这个范围内分散购买的简单技术。特殊的预见和判断将是需要的，以使得聪明的个人选择可以避免将这些证券作为通常的市场水平所固有的风险。当我们将其应用于低估了价值或议价的证券范围时，安全边际的思想就非常清楚。这里，我们定义出一种价格与另一种价格所指示的或评价的价值的顺差，那就是安全边际。承担错误计算或比平均运气更坏的结果是合适的。议价证券的购买者往往将其注意力放在投资能力方面，以承受不利的进展。在大多数情况下，他实际上不热心于公司的前程。的确，如果公司前程确实不好，那么投资者将宁可避开这些证券，而无论它们的价格多么低。但是，低估价值证券的范围可从许多相关的也许是大多数事情中得到。对其而言，将来既不会明显有前途也不会明显无前途。如果这些证券通过议价而购买，那么即使收益率有一点下降，也不会阻止投资显示满意的结果。安全边际将适用于其特有的意图。

一、关于多样化原则

安全边际概念与多样化原则之间有紧密的逻辑关系，一个与另一个互相关联。即使具有投资者喜欢的安全边际，一个单独的证券也可能操作得很坏，因为这个边际仅能保证他获利的机会比损失的机会更多，而不保证损失是不可能的。但是，随着委托数的增加，利润总和将会超过损失总和是肯定的。这也是构成保险公司经营保险的简单基础。

多样化是防御型投资所采用的一项原则。投资者如此广泛地接受安全边际原理，实际上证明了这一点。在这个过程中，多样化伴随着它。通过观察计算出来的轨迹线，可以看到这个过程是丰富多彩的。如果一个人对于一个数押1美元，当他赢利时获得 31 美元的收益，但他损失的机会是 33：1，这时他有一个“负安全边际”。在这种情况下，多样化是愚蠢的。他押的数越多，以获利结束的机会就越少。如果他在每一个数上（包括 0 和 00）固定押 1 美元，那么在每一轮他也许将损失 2 美元。但假设赢利时获得 35 美元，而不是 31 美元，那么他将有一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小的但重要的安全边际。因而，他押的数越多，他获利的机会就越多，并且只需简单地在每一个数上押 1 美元，那么他在每一轮肯定赢得 2 美元（顺便说一句，给出的两个例子实际上描述了游戏者和一个具有 0 和 00 的轮盘业主的各自的地位）。

二、区别投资与投机的若干标准

就普遍接受的意义来说，投资没有唯一的定义，尽管当局有权力按他们喜欢的那样将其定义得非常优美。他们中的许多人怀疑在投资和投机的概念之间有任何实际的和可靠的差别。我认为这种怀疑态度是不必要的和有害的。它之所以有害，在于它为许多乐于在证券市场寻找投机刺激的人提供了勇气。我建议，安全边际概念可被用来作为试金石，以助于区别投资操作与投机操作。

可能大多数投机者认为，当取得机会时，就有了对他们有利的差额，因而在其做法中可能对安全边际提出要求。每一个人都觉得时间对他的购买是有利的，或他的技巧优于大众的技巧，或他的顾问和系统是值得信赖的。但是这种观点是不可信的。他们基于主观判断，而没有得到任何有利的根据或任何确定线索推论的支持。我非常怀疑，一个根据他的股票正在上升或下降的观点而下赌注的人，在任何有价值的意义上，是否可以说成是受到了安全边际的保护？相反，投资者安全边际的概念，像在前面所阐述的那样，是基于统计数据的简单和确定的算术推理。我相信，它将受到实际投资经历的有力支持。在未知的将来条件下，不能保证这个基本的定量方法将继续给出有用的结果。但是，同样地，在这点上也没有悲观的理由。

因而，简言之，为了进行真正的投资，必须有一个真正的安全边际。并且，真正的安全边际可以由数据、有说服力的推理和很多实际经验得到证明。

三、投资概念的泛化

为了完成安全边际原理的讨论，必须将传统和非传统投资作进一步的区别。传统投资适合于典型的有价证券。在这当中，美国政府债券和高等级的、以红利支付的普通股总是排在前面。对那些利用免税特点而获得充分收益的人，我增加了州和市政债券。如果购买企业债券能够获得比美国储蓄债券更多的收益时，这里也可以包括一等的企业债券。

非传统投资仅适合于有进取心的投资者。他们的投资覆盖了很大范围。最广的种类是二等公司的被低估了价值的普通股，当它们能以可指示价值的 2/3 或更低买到时，我推荐购买。除此以外，当这些股票正在以如此低的价格销售并明显可以它们价值的相当折扣得到时，它们也可被广泛地选择。在这些情况中，正常的投资者倾向于被称为证券投机者，因为在他的心中这些股票缺乏一等信用是与缺乏投资价值同义的。

我的结论是，充分低的价格可以将劣质证券转变成为很好的投资机会，假设购买者得到了情报、有经验且从事适当的多样化投资的话。因为，价格如果低得足以创造一个实质性的安全边际，那么证券就满足了我们的投资标准。我喜欢的支持例证来源于不动产债券。在 20 年代，价值几十亿美元的这种债券被以面值的价格销售并被广泛推荐作为合理的投资。它们的大部分几乎没有超过债务的价值边界，因而在事实上具有高度的投机特点。在 30 年代的萧条中，大量的这种债券不履行它们的利息，它们的价格崩溃了，在某些情况下，1 美元低于 10 美分。在那个阶段，推荐以票面价值购买作为安全投资的顾问们，拒绝将它们作为最有投机性的证券，也拒绝将其作为无吸引力的证券。但在事实上，当价格下降大约 90%时，使得这些债券中的很大一部分非常有吸引力，并且相当的安全，因为在其后隐含的真实价值是市场报价的四五倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

购买这些债券所带来的被称作为“大的投机收益”的事实，不会阻止债券在低价位时有真正的投资质量。投机利润是对购买者所做的聪明投资的回报。它们可被恰当地称作为投资机会，因为仔细的分析已经表明在价格之上的额外价值提供了一个大的安全边际。所以，我在上面所述的每一类“理想条件的投资”，是天真的证券购买者严重损失的主要根源，但它有可能为老练的操作者提供许多很好的投资机会。“特殊情况”的整个范围取决于我们对投资操作的定义。因为购买所做的预测，总是基于期望得到比所支付价格更大的收益的详尽分析而进行的。另一方面，每一单独场合都有风险因素，这些已在计算中被考虑并被纳入多种操作的总结果中。

为了使讨论具有逻辑高度，我建议通过购买无形价值来进行防御性操作，这种无形价值是由历史上低价位出售的一组“普通股选择权证”表示的（这个例子准备作为令人震惊的事情的重要部分）。这些权证的整个价值依赖于相关的股票某一天超过选择权价格的可能性。此刻，它们没有履约价值。而且，由于所有的投资基于合理的将来期望，因此根据将来某一牛市将会给它们的指示价值和价格带来大的增加这个极小的可能来观察这些权证是合理的。此项研究可能产生这样的结论：用该方法进行操作，收益比损失大得多，并且最终获利的机会比最终损失的机会大得多。果真如此，那么即使这个不受人喜欢的证券形式，也会出现安全边际。因而，一个非常有进取心的投资者在他的各种各样的非传统投资中可能包括了选择权——认股权证操作。

四、最后的话

当操作最有条理时，投资才是最理智的，尽管人们惊奇地看到，许多尝试在华尔街从事投机的有才能的商人，完全无视所有著名的原理，他们的事业仍然取得了成功。然而，首先，每一个公司的证券可被看作为一个特殊商业企业的所有权，或权利交换；其次，如果一个人准备通过证券的买卖而获得收益，那么他正在从事商业冒险，如果想有成功的机会，就必须按照公众接受的商业原理运行。

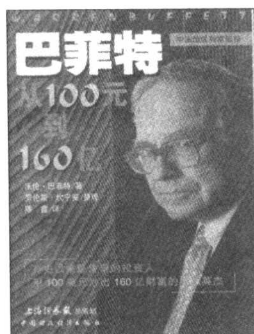
第一个也是明显的商业原理是：“知道你正在做什么——知道你的商业”。对投资者而言，这意味着：不要试图从证券中取得“商业收益”，即超出正常权益和红利收入的收益，除非你了解证券的价值就像了解你打算制造或经营的商品的价值一样。

第二个商业原理：“不要让任何其他的人经营你的业务，除非你能够理解和非常谨慎地控制他的行动，或者你能异常坚定地无保留地相信他的忠诚和能力”。对投资者来说，这个原理决定了在什么条件下，他将允许其他人用他的钱做什么。

第三个商业原理：“不要着手操作，即制造或交易一种物品，除非可靠的计算表明其很有可能产生相当好的收益。特别是，远离有很少收益和很大损失的冒险”。对有进取心的投资者，这意味着他为获得收益所进行的操作不应基于信心而应基于算术。对每一个投资者，它意味着当他将收益仅限于一个小数字时，就像普通债券或优先股所获得的那样，那么他必须确信没有以其资本的主要部分冒险。

第四个商业原理更直接：“利用你的知识、经验和勇气。如果你已经从事实中得出一个结论，并且你知道你的判断是正确的，按照它行动，即使其他人可能怀疑或有不同意见”。由于公众与你的意见不同，因而你既不正确也不错误；由于你的数据和推理是正确的，因而你是正确的。同样，在证券世界中，在有适当的知识和经过检验的判断后，勇气就变得非常重要。所幸的是，对典型的投资者，为了成功而强加这些品质给他是绝对不必要的——假设他将抱负限于其能力之内，并将他的活动限于安全的和狭窄的范围，即防御型投资。取得一般的投资结果比大多数人预期的更容易，取得非常好的结果则很难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《巴菲特：从100元到160亿》



【美国】沃伦·巴菲特（1930～　）

让我对你们自己的投资谈一些看法。大多数投资者，机构投资者和个人投资者，会发现拥有普通股的最佳途径是投资收费低廉的指数基金。那些走这条路的投资者肯定能够战胜绝大多数投资专家创造的净收益（扣除管理费和开支以后）。

但是，如果你选择建立自己的投资组合，那么有几种思想值得牢记。聪明的投资并不复杂，尽管说它容易也远不现实。一个投资者需要的是正确估价选中的公司的能力。注意这个词“选中的”：你不必成为每一家公司，或者许多公司的专家，你只需要能够对在能力范围内的公司估价。范围的大小并不十分重要：但是，了解它的边界必不可少。

要成功地进行投资，你不需要了解β值，有效市场理论，现代投资组合理论，期权定价，或者新兴市场。实际上，你最好对此一无所知。当然，这不是大多数商学院里盛行的观点，这些学科在商学院的金融课程中占有重要的地位。尽管，我们认为投资专业的学生只需要2门教授得当的课程——如何评估一家公司，以及如何考虑市场价格。

作为一名投资者，你的目标应当仅仅是以理性的价格买入一家有所了解的公司的部分股权，在从现在开始的5年、10年和20年里，这家公司的收益实际上肯定可以大幅增长。在时间的长河中，你会发现只有几家公司符合这些标准——所以一旦看到一家合格的，就应当买入相当数量的股票。你还必须忍受偏离你的指导方针的诱惑，如果你不愿意拥有一家股票10年，那就甚至不要考虑拥有它10分钟。把总的盈利会在未来几年中不断增长的公司聚集到一个投资组合中，那么这个组合的市场价值也会不断增加。

尽管很少被人认知，这正是为伯克希尔的股东产生无数利润的方法，多年来我们的收益快步增值，我们的股价也相应地上扬。如果这些收益的增加还没有成形，那么伯克希尔的价值就不会增加。

——引自《巴菲特：从100元到160亿》



从2000年起，美国“股神”沃伦·巴菲特每年都会拍卖一次和他共享午餐的机会，并把收入捐给格莱德基金会，用于帮助旧金山的穷人和无家可归者。巴菲特是个传奇人物，其身价越来越高，午餐券的价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也跟着水涨船高。拍卖最初于旧金山进行，从 2003 年开始采用 eBay 网络拍卖平台后，开始有资料记录。2003 年的“幸运儿”是一位名为大卫·埃霍恩的对冲基金经理，他以 25.01 万美元胜出。2004 年，“巴菲特午餐约会”的中标者是一位名为贾森·周的新加坡投资商，付出 20.21 万美元后，得以亲眼目睹“股神”风采。2005 年，一位匿名竞标者以 35.11 万美元拍得与巴菲特共享午餐的机会。2006 年的竞标从 6 月 22 日开始至 6 月 30 日晚 7 时结束，以 2.5 万美元起价。在 9 天的拍卖时间内，共有 5 名竞标者出价 29 次。几经较量后，步步高总裁段永平以 62.01 万美元胜出，获得了与巴菲特共进午餐的机会。在午餐事件后新浪网曾刊登一则调查问卷，问题主要内容是“段永平 62 万美元买一顿午餐到底值不值”。调查显示有 39.1%的人认为，能请到在投资方面有专长和建树的巴菲特并聆听他如何积累财富的智慧和经验实在是难得的机会，所以这个钱花得“值”。有 40.2%的人认为段永平花 62 万美元后得到的经验和机会，一定会让他在未来创造出大于 62 万美元的收益。而段永平则强调自己始终是理智的。他曾在开拍前亲自去格莱德基金会考察并与基金会的创始人进行交流，这样做也是学习巴菲特的投资哲学精髓，要投资就必须了解它，以便把风险降到最低。

在美国《纽约时报》评出的全球十大顶尖基金经理人中，巴菲特名列榜首，在《财富》杂志评出的“世纪八大投资高手”中，巴菲特同样位列第一。如此的“第一”不胜枚举，巴菲特是资产超过 10 亿美元的富翁中唯一一位从股票市场发家致富的，他每年都要在自己创立并任公司主席兼行政总裁的伯克希尔·哈撒韦公司的年报中给公司的股东们写一封信，总结在过去一年中的成败得失。从挑选经理、选择投资目标、评估公司，到有效地使用金融信息、看会计报表等，这些信见识独特，涵盖甚广。《巴菲特：从 100 元到 160 亿》一书就是由这些信件整理而成的，其中不仅仅包括巴菲特从平民成长为巨富的传奇经历，更重要的还有其从 100 元到 160 亿成功的投资理念。

不少投资人和管理者都表示，阅读巴菲特向哈撒韦公司股东大会提出的报告时得到的教益，胜过任何一本金融教科书。想到有人仅仅为了一睹巴菲特撰写的年报，不惜花上几万美元买上一股伯克希尔·哈撒韦公司的股票，要是不读《巴菲特：从 100 元到 160 亿》这本书就太可惜了。读这本书，不仅可以学习到巴菲特的投资理念，还可以领略到巴菲特出众的文采和幽默。



开卷有益 KAIJUANYOUYI

巴菲特创造了前无古人的投资成绩，他的投资成绩每年平均复息增长 24%，保持达三十多年之久。假如你在 1956 年将一万美元交给他，今天这笔钱已超过一亿四千万，当中已扣除了所有税收和有关一切的交易费用。现在巴菲特的投资王国以股票形式在纽约交易所挂牌，名为伯克希尔·哈撒韦公司，是全世界以每股计最贵的股票。不少人以拥有巴菲特的股票为身份的象征，以每年春天能前往奥马哈开股东大会为乐，以每年巴菲特参与撰写的年报为投资界的“圣经”。可以说，巴菲特是世上最成功的投资者，“股神”之称，实至名归。

每次在伯克希尔·哈撒韦公司的年报中，巴菲特总要讲述他对市场的洞见和对局势的感悟，来和股东们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

分享，并逐年修正自己的观点。这部分的内容通常由巴菲特自述，庄谐并呈，目的是帮助股东了解他的公司的经营目标和经营哲学。《巴菲特：从100元到160亿》一书正是根据这些报告编辑而成的，该书介绍了巴菲特的投资经历和他的投资经验，论述了公司治理、公司财务与投资、普通股、兼并与收购及会计与纳税等内容，是一本既精炼又富于实用性和教育性的投资手册，以致巴菲特本人都认为这本书比到目前为止任何一本关于他的传记都要好。

对于如何掌握投资学的门径，巴菲特并不故弄玄虚，在《巴菲特：从100元到160亿》一书中他指出关键要上好两门课：怎样来诠释股市的价格以及如何准确评估一个企业。对于前者，巴菲特认为，若要在股市里成功，你不得不在别人惶恐时果断进取，在别人冒进时乘势收手，来逆向使用华尔街常说的惶恐和贪婪这两个投资的死敌。股民大众每每过于贪、怕、痴，唯有对这些人脑的缺陷善加洞察和利用，投资家才能在市场中找到报酬丰厚的良机。他常说，市场几乎不可预测，但市场里充满着完全可以预测的贪、怕、痴的人，而市场的真正价值在于提供了这类人犯错误时给我们带来的机会。

巴菲特主张挑选投资对象时要极为谨慎，不轻易出手，选股就像好射手，虽然仅有数发子弹却能打中敏捷而稀有的猎物，讲求的是耐心和精准。对于怎样持有股票，巴菲特的意见是，假如你不想保有某种股票10年以上的话，那么连持有那只股票10分钟都不值得。他因此建议，好的公司殊为难觅，所以一旦逮到机会就要出手大，狠买一笔。然后要耐心，不能见小利而亡命，遇小挫而丧胆，要撑要熬，方能成大器。

巴菲特认为应该以合理的低价去购买有远景的公司，其业务必须简单明了，没有晦涩难解的复杂技术，并能预期在10年到20年内有稳定增长的市场需求。他解释到，你并不需要是个对所有公司都了解的专家，也不需要了解许多公司，专业知识是宽是窄并不打紧，关键在于清楚自己的限度在哪里。他主张作为投资对象其业务务必简明，知道企业的优势强项所在。许多公司由盛转衰都是经营范围扩张过了头，并购自己不擅长的业务。对于貌似平稳，但是经营方向重点不明的企业，巴菲特主张应该尽力回避。

对于怎样的购买价格才算合理，巴菲特也有严格标准。他相信市场和人都会判断失误，所以只在价格超低时才会购入优质公司的股票。因此，他本人是绝对不去买过热的股票的。有了这层以他所谓的“风险的缓冲带”的保险，万一失算时损失也不会太大。巴菲特的这些理念具体地体现在他收购公司的6条标准



巴菲特推荐投资者要读的书

“股神”巴菲特赚钱神力让热衷投资的人羡慕不已，如何能得到这些神力的哪怕一点点呢？抽时间读读巴菲特推荐给投资者阅读的书籍也许有些帮助。

《证券分析》（格雷厄姆著）。格雷厄姆的经典名著，专业投资者必读之书。巴菲特认为每一个投资者都应该阅读此书10遍以上。

《聪明的投资者》（格雷厄姆著）。格雷厄姆专门为业余投资者所著，巴菲特称之为“有史以来最伟大的投资著作”。

《怎样选择成长股》（费舍著）。巴菲特称自己的投资策略是“85%的格雷厄姆和15%的费舍”。他说：“运用费舍的技巧，可以了解这一行……有助于做出一个聪明的投资决定。”

《巴菲特致股东的信：股份公司教程》。本书搜集整理了20多年间巴菲特致股东的信中的精华段落，巴菲特认为此书是整理其投资哲学的一流工作。

《杰克·韦尔奇自传》（杰克·韦尔奇著）。世界第一CEO自传，被全球经理人奉为“CEO的圣经”。韦尔奇在本书中首次透露管理秘诀：在短短20年间如何将通用电气从世界第十位提升到第二位，市场资本增长30多倍，达到4500亿美元，以及他的成长岁月、成功经历和经营理念。巴菲特是这样推荐这本书的：“杰克是管理界的老虎伍兹，所有CEO都想效仿他。他们虽然赶不上他，但是如果仔细聆听他所说的话，就能更接近他一些。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

里：交易额要大（税前利润至少要在0.25亿美金），而且越大越好，他属意30亿至50亿美元的项目；赢利能力是久经考验的，仅有利润远景或扭亏为盈不久者免谈；股本回报率要高，且负债不多；有良好的经理队伍。一般来说，巴菲特一旦收购，只是握有所有权，仍让原来的经理们继续操作经营而不加干预；业务简单；售价明确，免得费时去猜或谈判。

有了这些明确的准则，巴菲特宣称接到投资项目他能立即判断是否值得介入，往往只需要5分钟就行了。巴菲特从不卷入恶性并购，收购时一般不用换股或发行新股来变通融资，而是以现金付讫。和一般的并购企业家不同的是，他收购完毕就完全放手，交由能干的人员去经营管理。

分析能力和风险决策能力能否跑赢证券的大市，是个见仁见智的问题，巴菲特的业绩打破了现代投资理论的铁则，足见他在投资方面确有过人之处。事实上，当今世界上纯然靠证券投资积累而成为超级富翁的，恐怕只有巴菲特一人。因此，不少投资人和管理者都表示，阅读巴菲特向哈撒韦公司股东大会提出的报告时得到的教益，胜过任何一本金融教科书。巴菲特将自己的投资经营理念整理为十三条原则，坦诚相教，不稍伪饰，的确是混沌商界难得的一股清泉。这些原则无不切中管理中常见问题的症结，因而被投资界推重为“金箴”（oracle），令人击节称赏。



从100元到160亿之路



巴菲特是第一位靠证券投资成为拥有几百亿美元资产的世界富豪的人。他执掌的伯克希尔公司的每股账面价值从19美元上升，在35年中年复合增长率高达24%。尤其难能可贵的是，伯克希尔已经是一家资产总额高达1300多亿美元的巨型企业。没有哪个人的成功是偶然的。读者看完《巴菲特：从100元到160亿》这本书之后，想必会对巴菲特的投资理念有深入全面的了解，也就不难想象他为什么会取得如此惊人的业绩。

巴菲特的许多观点与传统的管理与投资教条相抵触。例如，巴菲特认为用股票期权作为对经理的报酬对股东不利，他更倾向于直接用现金奖励经理。因为这些经理若是真的看好自己公司的股票，只要到二级市场上去买就可以了。许多公司的业绩增长，是因为留存了本应派发给股东的红利。如果这些用于再投资的留存收益可以产生高于市场平均收益的回报，那么留存收益显然是明智的；但若是回报率比市场的平均收益率低，那么股东就会蒙受损失。许多公司经理明知回报率低，但还喜欢留存收益，因为公司的业绩毕竟还是增长了，这样他们手中的股票期权的价值就会提高，这等于是拿股东的钱为自己谋利。

1999年对伯克希尔来说是不如意的一年，其每股的账面价值增长率创下35年来的新低——仅为0.5%。巴菲特在1999年度的年报中开篇便说，即使是乌龙侦探克鲁索（已故英国影星彼得·塞勒扮演的法国低能侦探），也能看出你们的董事长有罪。他还说自己在1999年的资产配置成绩只能得个“D”。

伯克希尔业绩不佳的主要原因是它投资的几家大公司在1999年的二级市场表现极糟：可口可乐下跌30.7%，吉列下跌34.1%，联邦家庭抵押贷款公司下跌41%，以及通用再保险公司下跌50%。幸好，伯克希

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尔参股的运通公司和花旗银行分别上涨19.9%和51.7%，才多少为公司挽回一些损失。前几家公司的股价下滑并非由于它们是所谓"旧经济"股，而是因为公司的业绩大幅下滑。

说到"旧经济"公司，就必然要提到所谓以信息技术（尤其是网络技术）为代表的"新经济"公司。有人认为巴菲特的投资传奇在"新经济"下早已褪色，而他的那些投资理念早该扔到故纸堆里去了。但我认为事情正相反。

首先，信息技术对人类社会的影响，犹如蒸汽机对人类社会的影响，这场革命触及社会生活的各个方面。因此，并非直接从事信息技术的公司才能享受革命的硕果。"旧经济"公司也能利用信息技术降低成本，提高竞争力以及赢利能力，比如柯达公司利用信息技术简化原材料采购环节，结果在产品的售价不变的情况下进一步提高了公司的盈利水平。

其次，巴菲特在《巴菲特：从100元到160亿》一书中表述的投资理念是一种基础理念（好比法律中的宪法），新技术革命只会使这种理念不断升华。凭借信息技术的进步，我们也许可以建立一套基于低轨道卫星的高速无线因特网接入系统，这样就可以通过手持式上网设备与身处地球上任何角落的人联络，但这终究代替不了人与人面对面的接触。这个道理在投资界中也适用，最基本的东西无法取代。

坚持自己的原则（不是因循守旧）是件很不容易的事。我记得投资大师江恩曾经说过，许多人在成功之后就全然忘却了自己在走向成功时所遵循的原则，结果遭到了惨败。让我们设想一下，如果巴菲特把手中原先持有的"旧经济"股全部抛掉，转而投入到泡沫遮天蔽日的网络股中，那结局会是什么样子？我不敢肯定巴菲特能从中大赚一票，但我可以肯定那时的巴菲特已经不再是巴菲特了。也许这就是为什么当有人问及巴菲特对网络股的看法时，他总是回答："没智慧的人有解释，不解释的人有智慧。"

的确有不少人抱怨巴菲特没有买进高通公司的股票，因为这家拥有CDMA核心知识产权的公司在1999年上涨了近30倍。我想这种抱怨过于片面。我们当然可以举出许多例子证明巴菲特的"愚蠢"，错过了赚大钱的良机，比如在10年内上涨1000倍的戴尔计算机公司，在2年里上涨100倍的雅虎，等等。我们甚至还可以举证说20年前巴菲特没有到中国来通吃第一套猴年的生肖票，错过了赚钱数万倍的良机。似乎，巴菲特不把全世界人民认为他该赚的钱都赚去，他就不是大股王、大投资家。实际上，每个投资者都有自己的投资方式（就像每个人都有自己的生活方式一样），你可以在外汇市场赚钱，他可以在商品期货市场赚



巴菲特的"三要三不要"理财法

要投资那些始终把股东利益放在首位的企业。巴菲特总是青睐那些经营稳健、讲究诚信、分红回报高的企业，以最大限度地避免股价波动，确保投资的保值和增值。而对于总想利用配股、增发等途径榨取投资者血汗的企业一概拒之门外。

要投资资源垄断型行业。从巴菲特的投资构成来看，道路、桥梁、煤炭、电力等资源垄断型企业占了相当份额，这类企业一般是外资入市购并的首选，同时独特的行业优势也能确保效益的平稳。

要投资易了解、前景看好的企业。巴菲特认为凡是投资的股票必须是自己了如指掌，并且是具有较好行业前景的企业。不熟悉、前途莫测的企业即使被说得天花乱坠也毫不动心。

不要贪婪。1969年整个华尔街进入了投机的疯狂阶段，面对连创新高的股市，巴菲特却在手中股票涨到20%的时候就非常冷静地悉数全抛。

不要跟风。2000年，全世界股市出现了所谓的网络概念股，巴菲特却称自己不懂高科技，没法投资。一年后全球出现了高科技网络股股灾。

不要投机。巴菲特常说的一句口头禅是：拥有一只股票，期待它第二天早晨就上涨是十分愚蠢的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

钱，我可以在股市中赚钱，人人都可以走一条属于自己的路。若是大家都一样，我们生活的这个世界岂不是太乏味了。

我们实在是不必苛求巴菲特。我们的确可以抓住一些良机，赚个盆钵满溢，但要想保持长久的盈利纪录简直比登天还难。如果你能每个月将本金增长20%，那么两年下来你的本金将增长69倍，我不必再重复这个老掉牙的例子，因为绝大多数人（包括我在内）做不到这一点。毕竟，像巴菲特这样成功的人总是少数。开放的思想是种非常重要的东西，没有哪一个人会因为汲取别人的优点而颓废，也没有哪一个民族因为汲取其他民族的优点而衰败。

榜样的力量是无穷的。但是，我建议你千万不要抱着成为“中国的巴菲特”的想法来阅读《巴菲特：从100元到160亿》这本书。同样，那种认为“巴菲特买什么，我也买什么，这样我就可以成为巴菲特”的想法是极其愚蠢的。一个人来到这个世界上最大的悲哀就是成为另一个人。无论你怎么投资，结局只有一个——成为你自己。相信你也会写一部关于你自己的传奇。（陈　鑫）



上帝是不掷骰子的

“要紧的是了解上帝到底在想什么，其余都不过琐屑细事而已。”“上帝是不掷骰子的。”爱因斯坦的这两句名言，想来连高中生都耳熟能详。在探索如何摆脱风险掌握自己未来的奋斗中，人们从这种信念中获取了巨大的动力。

1995年底，巴菲特在华尔街声誉日隆，但在国内却鲜有知者。如今，巴菲特先生在国内已俨然投资圣手。巴菲特先生无疑是最成功的投资家，他所主持的伯克希尔·哈撒韦基金（其个人持股40%以上），在34年前初创时每股43美元，但到了1999年3月曾突破过8万美元，而且股票的波动，又低于市场平均值，这在证券业界可说是绝无仅有。巴菲特的这个业绩大相径庭于现代投资理论，他又是怎样“掷骰子”的呢？

首先，就像巴菲特自己在《巴菲特：从100元到160亿》一书中所说，他买的就是企业，有时整个买下（并购），有时则买一个小份额（参股）。在这个意义上，他实际是个企业家。所不同的是，他买了之后就完全放手，交由能干的人员去经营管理。作为投资人，他的风格也卓尔不群：把几亿资金投放在总数不超过十只，而且集中在其中三四只的股票上面。因此他又得以坐进董事席，而他的认真监控的确也成为该企业规范和效率经营的铁券丹书。他的这种董事权威在所罗门兄弟基金发生麻烦重整时曾表露无遗。

巴菲特的成功得力于准确核定他所购买的股票和企业的价值的方法。巴菲特的底蕴奥妙如何，是人人都极欲了解的。可是巴菲特坦言，这是他的看家本事，恕不相告。然而在其他方面巴菲特的过人之处却如此地显见，我们至少是可以景仰的。

在《巴菲特：从100元到160亿》一书中巴菲特再三重申他的原则，无论是买股票还是买企业，投资对象必须是投资者能够了解其业务的、有发展远景的、由诚实能干的人在经营的，还要价格是非常好的。我们眼下的股市，真是鱼龙混杂，股评人每每以金庸小说式的感性语言来蛊惑鼓噪，而券商们也往来折冲，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上下其手，股民稍一不慎，便易入其彀，故而巴菲特的平实话语就显得特别有价值。

或许国内的经理们会说，巴菲特所讲的不就是这么一点吗，有何深奥之处呢？这里也不妨借用巴菲特的话来提醒一下。巴菲特告诫到，世上绝大多数的经理都是只讲不做，所以到头来成绩不大。读了《巴菲特：从100元到160亿》这本书之后，我们若能实践一二他的建议，想来是会有所得的。（孙 涤）



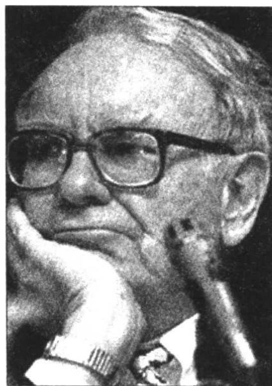
证券投资巨擘



沃伦·巴菲特于1930年8月30日出生于美国内华达州的奥马哈市，时值经济大萧条困扰全球。由于生不逢时，在他刚满周岁时，他的父亲，身为银行证券销售商的霍华德·巴菲特就失业了。巴菲特小小年纪便满肚子都是生意经。5岁时，巴菲特在自家门前向路人兜售从祖父杂货店里批出来的口香糖和柠檬汁。6岁时，在与家人去郊外度假时，他用25美分买了6听可乐，然后在湖边以5美分一听的价格卖给游人。稍大后，他带领小伙伴到球场捡大款用过的高尔夫球，然后转手倒卖，生意颇为红火。1940年，10岁的巴菲特随父亲去了纽约。在这个世界金融中心，他被华尔街股票交易所的景象迷住了。一年后，这个少年第一次进行股票投资，以每股38美元的价格买进了一种公用事业股票，等到这只股票的价格上升到了40美元后卖出。首次投资虽然赚得不多，但却给巴菲特带来了无比的喜悦。

1943年，巴菲特的父亲当选为国会议员，于是全家迁到了华盛顿。1947年，巴菲特进入宾夕法尼亚大学沃顿商学院攻读财务和商业管理。由于他觉得教授们的空头理论不过瘾，两年后便不辞而别，辗转考入哥伦比亚大学金融系，成了著名投资专家、“证券分析学之父”本杰明·格雷厄姆的弟子，富有天才的巴菲特很快成了格雷厄姆的得意门生。巴菲特常称他有两个宗师：格雷厄姆和费舍，他的投资哲学有85%来自前者，15%来自后者。格拉厄姆是公认的基本分析方法的开山鼻祖，他的《证券分析》初版于1934年，费舍的《普通股和不普通的利润》一书初版于1958年。这两本书被巴菲特视为“圣经”。

巴菲特是格雷厄姆的关门弟子，拿到硕士学位之后即在格雷厄姆的投资公司里工作，尽得格氏真传。1956年，格氏退休，巴菲特也离开公司，回到家乡，决心自己一试身手。有一次，巴菲特在父亲的一个朋友家里突然语惊四座，他宣布自己要在30岁以前成为百万富翁，“如果实现不了这个目标，就从奥马哈最高的建筑物上跳下去”。不久，他从亲戚朋友那儿凑了10.5万美元，成立了巴菲特有限公司。在1962至1966年的5年中，巴菲特公司的业绩高出了道琼斯工业指数20～47个百分点，而巴菲特本人也获得《奥马哈先驱报》“成功的投资业经营人”的名号。



沃伦·巴菲特

1964年，巴菲特的个人财富达到400万美元，而此时他掌管的资金已高达2200万美元，1966年升至4400万美元。1967年10月，巴菲特掌管的资金达到6500万美元，1968年底，更上升至1.04亿美元，其中属于巴菲特的有2500万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



巴菲特是一个长期投资家，他的爱好就是寻找可靠的股票，把它尽可能便宜地买进，尽可能长久地持有，然后坐看它的价值一天天地增长。1969 年，美国各方面的情况都很好，经济持续增长，股市上扬。但巴菲特认为这样下去不会有好结果，他的教条之一就是当股市猛涨的时候要保持距离。他往后缩了，再也找不到想要买的股票。于是他决定清算公司，把属于每个股东的股份都还给他们。他自己则决定休息一段时间，等待股市下跌。果然，到 70 年代初，股市开始动荡，华尔街大公司的股票一个接一个迅速下跌。这时候，巴菲特开始出击。他新建了伯克希尔·哈撒韦公司，并使它在几年之内，成为可口可乐、吉列、迪斯尼、《美国快报》、《华盛顿邮报》等众多美国知名企业的主要股东。伯克希尔·哈撒韦公司，26 年的平均投资回报也高达 23.5%，这样如果一位投资者在 1956 年交给巴菲特 1 万美元，并把它所有的盈利用来再投资，那么到 1994 年末，他将拥有价值 8000 万美元的股票。巴菲特的个人资产也凭此增加到 160 亿美元。

真正的如巴菲特一般的英雄，也许都喜欢孤独。好奇的奥马哈人开车路过法南街巴菲特家门前的时候，常常会放慢速度，特意留心一下那座普通而神奇的小楼。而此时的巴菲特也许正好站在厨房的窗边，一手拿着报纸，一手拿着可乐或汉堡包。圈内的人才知道，这所房子里面其实并不奢华，每天安静得出奇。学究一样的巴菲特，身边没有仆人，只有一个女佣每隔两星期过来忙一次。设立在凯特威广场第 14 层的伯克希尔公司又如何呢？尽管它很能赚钱，但全体员工只有 11 人，这里看不到满眼的台式计算机或挂在墙上的电子显示屏。由于巴菲特的业务多为长期投资，因此他至今仍然沿用那套熟悉的分析研究方法从事经营。

20 世纪 80 年代，另一位著名的投资基金天才彼得·林奇拜访了巴菲特，他为巴菲特简陋的办公条件而震惊：只有一台老式的股票行情收录机、几张家庭照片、一座上了年数的旧钟以及堆放得整整齐齐的案卷、财务报表和商业报刊。

大众推崇巴菲特，不仅出于对他的成功，尤其是出于对他的诚挚的敬佩，以及能够从他的睿智中汲取教益。在 1999 年度大会上，股东们纷纷指责巴菲特，几乎所有的报刊传媒都说“股神”巴菲特的投资策略过时了，但巴菲特仍然不为所动。其实巴菲特早在伯克希尔 1986 年报中就清楚地表达了他对大牛市的看法：“还有什么比参与一场牛市更令人振奋的，在牛市中公司股东得到的回报变得与公司本身缓慢增长的业绩完全脱节。然而，不幸的是，股票价格绝对不可能无限期地超出公司本身的价值。实际上由于股票持有者频繁地买进卖出以及他们承担的投资管理成本，在很长一段时期内他们总体的投资回报必定低于他们所拥有的上市公司的业绩。如果美国公司总体上实现约 12%的年净资产收益，那么投资者最终的收益必定低得多。牛市能使数学定律黯淡无光，但却不能废除它们。”结果证明，巴菲特是正确的。

2000、2001、2003 三年美国股市分别大跌 9.1%、11.9%、22.1%，累计跌幅超过一半，而同期巴菲特业绩却上涨 30%以上。人们不得不佩服巴菲特的长远眼光，也不得不承认长期而言价值投资策略能够战胜市场。因为大牛市不可能一直持续，过高的股价最终必然回归于价值。要知道如何正确应对大牛市，请牢记巴菲特与众不同的投资信条：“在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。”巴菲特有一个习惯，不熟的股票不做，所以他永远只买一些传统行业的股票，而不去碰那些高科技股。2000 年初，网络股高潮的时候，巴菲特却没有购买。那时大家一致认为他已经落后了，但是现在回头一看，网络泡沫埋葬的是一批疯狂的投机家，巴菲特再一次展现了其稳健的投资大师风采，成为最大的赢家。这个事实告诉我们，在做任何一项

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资前都要仔细调研，自己没有了解透、想明白前不要仓促决策。

巴菲特几乎完全不依赖电脑系统的分析，也从不理会政府的经济政策。这种独行其是的看法和做法使他成为最著名的也是彻头彻尾的基本分析家。有人曾做过统计，巴菲特对每一只股票的投资没有少过8年的。巴菲特曾说："短期股市的预测是毒药，应该把它摆在最安全的地方，远离儿童以及那些在股市中的行为像小孩般幼稚的投资人。"巴菲特认为在投资股市时，为自己订下合理的长期平均收益率是成功的基础。他在这一方面做得相当出色，他对自己要求并不过，只要能每年击败道琼斯工业平均指数五个百分点便足矣。但即使是在"如此低"的目标之下，巴菲特还经常工作至深夜。"他不仅从晚上9点到凌晨5点这样工作着，当他醒着时，'车轮'就转个不停。"。有人说，巴菲特平均每天工作13至14个小时。以此看来，他要实现中等速度的增长，实在情理之中。

巴菲特目前健康状况很好，暂时也没有"金盆洗手"的打算。据说，由于他身价太高，一旦有事，一些股票就可能发生暴跌。对于将来的退位，巴菲特只是笑呵呵地搪塞过去。当然，他有那么多的钱，不可能一点不考虑将来。但他已对他的子女明确表示，"如果能从遗产中得到一个美分，就算走运"。此话并非戏言，他曾在妻子的劝导下给儿子豪伊买了个农场，而豪伊必须按期缴纳租金，否则立即收回。巴菲特解释说："那种以为只要投对娘胎便可一世衣食无忧的想法，损害了我心中的公平观念。"



第2章 公司的财务与投资



1973年中期，我们以不到每股企业价值1/4的价格，买下我们在《华盛顿邮报》(Washington Post Company，WPC)的所有股份。计算价格/价值比率不需要特殊的洞察力，大多数证券分析师、媒体经纪人和媒体主管人员本该像我们一样估计WPC的企业内在价值是4亿至5亿美元，而且每天人人都能在报上看到它1亿美元的股票市场估价。我们的优势多多少少源自我们的态度：我们已经从本杰明·格雷厄姆那里学到，成功投资的关键是在一家好企业的市场价格比固有的企业价值大打折扣时买入其股份。

另一方面，在20世纪70年代早期，大多数机构投资者在决定以什么价格买卖时认为企业价值的关系不大。现在看来这令人难以置信。但是，当时的机构投资者中了名牌商学院学术理论的魔法，这些学院鼓吹一种新潮理论：股票市场很有效率，因此计算企业价值——甚至企业价值本身——在投资活动中无足轻重。（我们深受这些学术理论的恩惠：在智力竞赛中——无论是桥牌、国际象棋或是选股——遇上认为思考是在浪费精力的对手，有什么能比这更有优势的呢?）

2.1 市场先生

每当查理和我为伯克希尔的保险公司购买普通股的时候（不考虑下一章中讨论的杠杆收购），我们像购买一家私营企业那样着手整个交易。我们着眼于企业的经济前景，负责运作的人，以及我们必须支付的价格，我们从不考虑出售的时间或价格。实际上，我们愿意无限期地持有一只股票，只要我们认为这家企业能够以合意的速度提高内在价值。在投资的时候，我们把自己看成是企业分析师——而不是市场分析师，也不是宏观经济分析师，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

更不是证券分析师。我们的方法使交易活跃的市场更有效率，因为它周期性地展现给我们令人垂涎的机会。但市场绝非是必需的：我们持有的证券长期没有交易，最多同《世界百科全书》和范奇海默兄弟公司缺乏每日报价一样，不会使我们坐立不安。

最终，我们的经济命运将取决于我们拥有的企业的经济命运，无论我们的所有权是部分的还是全部的。

很久以前，我的朋友和老师本杰明·格雷厄姆曾描述过对市场波动的心态，我认为这对于投资成功来说教益颇深。他说，你必须想象市场报价来自于一位特别乐于助人的名叫市场先生的朋友，他是你私人企业的合伙人。市场先生每天都会出现，报出一个他既会买入你的股权也会卖给你他的股权的价格，从未失灵。

即使你们拥有的企业可能有非常稳定的经济特性，市场先生的报价也不会稳定，悲观地说，因为这个可怜的家伙有易动感情的不治之症。有些时候，他心情愉快，因此只能看到影响企业的有利因素，有这种心境时，他会报出非常高的买卖价格，因为他害怕你会盯上他的股权，抢劫他即将获得的利润。在另一些时候，他情绪低落，因此只能看到企业和世界的前途荆棘密布，在这种时候，他会报出非常低的价格，因为他害怕你会将你的股权脱手给他。

市场先生还有另一个可爱的特征：他从不介意无人理会。如果今天他的报价不能引起你的兴趣，那么明天他会再来一个新的，交易严格按照你的选择。在这些情况下，他的行为越狂躁抑郁，对你越有利。

但是，就像舞会上的灰姑娘，你必须留意一个警告，否则一切都会变回到南瓜和老鼠：市场先生会在那里服侍你，但不会指导你。你会发现是他的钱袋而不是他的智慧用处更大。如果某一天他表现得愚蠢至极，那么你可以随意忽略他或利用他，但如果你受到他的影响，那就会大难临头。实际上，如果你不能确定你远比市场先生更了解而且更能估价你的企业，那么你就不能参加这场游戏，就像他们在打牌时说的那样，“如果你不能玩上 30 分钟，而且不知道谁是替死鬼，那么你就是替死鬼。”

本章的市场先生寓言在今天的投资世界里看起来可能已经过时，在这个世界中大多数专业人士和学术人士都在谈论有效的市场、动态套期保值和β值。他们对这些事的兴趣令人费解，因为裹着神秘面纱的投资技巧显然对投资建议的提供者有利。毕竟，仅凭建议“吃两片阿司匹林”，庸医就攫取了一定的名声和财富。对于听取投资建议的消费者来说，市场秘籍的价值是另一回事。在我看来，晦涩难懂的公式、计算机程序或者股票和市场的价格行为闪现出的信号，不会导致投资成功。相反，通过把良好的企业判断，与将他的思想和行为同旋绕在市场中的极易传染的情绪隔绝开来的能力相结合，一个投资者却可以取得成功。在我自己保持隔绝的努力中，我发现将本的市场先生概念牢记在心作用极大。

遵循本杰明的教诲，查理和我让我们的可交易权益通过它们的运作结果——而不是它们每天的，甚至是每年的报价——来告诉我们投资是否成功。市场可能会在一段时间内忽视企业的成功，但最终会加以肯定。就像本杰明说的那样：“在短期内，市场是一台投票机，但在长期内，它是一台称重机。”此外，只要公司的内在价值以合意的速率增长，那么企业成功被认知的速度就不那么重要。实际上，滞后的认知有可能是一种有利因素：它可以给我们机会，以便宜的价格买到更多的好东西。

当然，有时市场可能会判断一家企业比实际情况表明的更有价值。在这种情况下，我们会卖出我们的股票，而且，有时我们会卖出一些估价得当，甚至被低估的证券，因为我们需要资金用于价值被低估得多的投资，或者我们相信我们更了解的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而，我们需要强调，我们不会仅仅因为股价已经增值，或因为我们已经持有了很长时间而卖掉它们。（在华尔街的格言中，最愚蠢的一条可能是“你不可能在赚钱的时候破产”。）只要企业未来的产权资本收益令人满意，管理人员有能力而又诚实，而且市场没有高估企业的价值，我们就甘愿无限期地持有任何证券。

但是，我们的保险公司拥有3只我们不会出售的可交易的普通股，即使它们在市场中的价格高得离谱。实际上，我们认为这些投资就像我们成功的受控企业——伯克希尔永远的一部分，而不是一旦市场先生给我们开了一个足够高的价格就可以卖掉的商品。对此，我要加上一个条件：这些股票由我们的保险公司持有，因此如果绝对必要，我们会卖出部分股票，支付异常的保险损失。但是，我们会尽力避免抛售。

查理和我共同做出买入并持有的决定，显然涉及个人的和财政上的混合考虑。对一些人来说，我们的立场看起来极为古怪。（查理和我一直听从大卫·奥格威的建议：“在你年轻的时候发展你的怪癖。这样，当你变老时，人们才不会认为你在逐渐老朽。”）当然，在最近几年注重交易的华尔街上，我们的立场肯定非常古怪：对那里的许多人来说，公司和股票仅被看作是用来交易的原料。

但是，我们的态度适合我们的个性以及我们想要的生活方式。丘吉尔曾说过，“你塑造你的房子，然后它们塑造你。”我们知道我们希望被塑造的方式。为了这个原因，我们宁愿与我们非常喜欢和敬重的人联手获得回报，也不愿意与那些令人乏味或讨厌的人进行交易而实现110%的回报。

一个小测试：如果你打算终身吃汉堡包却又不养牛，那么你希望牛肉价格更高呢还是更低？相似地，如果你要经常买车而又不生产车，那么你宁愿车价更高呢还是更低？显然，问题自己做出了回答。

但现在进入最后的测验：如果你预计在今后5年中成为一个纯粹的储蓄户，那么你应该指望股票市场在那个时期更高呢还是更低？许多投资者都搞错了这件事。尽管他们将在即将到来的几年中成为股票的纯粹买家，他们仍在股价上扬的时候兴高采烈，而在股价下跌的时候愁眉苦脸，结果，他们因为很快要购买的“汉堡包”的价格上涨而喜悦。这种反应毫无意义，只有那些在近期会成为股权卖家的人，才乐于看到股票上涨，潜在的购买者应当更喜欢不断下降的价格。

对于不指望卖出的伯克希尔股票持有人来说，这种选择更加明了。首先，我们的所有者正在自动储蓄，即使他们花掉了所挣的每个分币，伯克希尔通过留存全部收益，其后再使用这些存款购买公司和证券，来为他们“攒钱”。很清楚，我们买得越便宜，我们的所有者的间接储蓄计划就更赚钱。

此外，通过伯克希尔，你们在那些一直回购自己股票的公司中拥有了重要的位置。这些计划提供给我们的益处随价格的下跌而增加：当股票价格低迷时，被投资者在回购上所花的资金，相比股价上扬时，更多地增加了我们在该公司的所有权。例如，过去几年中可口可乐、《华盛顿邮报》以及富国银行在很低的价位所作的回购，与在今天以高昂的价格回购相比，使伯克希尔获益更多。

既然在每年末，几乎所有的伯克希尔股票被那些在年初就拥有它们的相同投资者持有，因此伯克希尔的股票持有人是储蓄者。因此，他们应当在市场下跌时高兴，而且让我们和我们的被投资者更方便地运用资金。

因此，当你读到头条新闻说“投资者们随市场下跌而亏损”时，得笑容满面，在你的脑子里应把它编辑成“减资者们随市场下跌而亏损——但投资者获利”。尽管作者常常忘记了这条起码的常识，但总有买家应对着卖家，而且对一个的伤害必然帮助了另一个。（就像他们在高尔夫竞赛中说的：“每次短打都让某个人高兴。”）

在20世纪70年代和80年代，我们从许多股权以及公司的低价上获利甚丰。那时对短期投资行为满怀敌意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的市场，对那些继续长期滞留的人却很友好。在最近几年，我们在那几十年中采取的行动经证实非常有效，但是我们发现了为数不多的新机会。在作为股份公司"储蓄户"的角色中，伯克希尔继续寻找明智地运用资本的途径，但在发现真正使我们兴高采烈的良机之前可能还得要一些时间。

2.5 聪明的投资

我们深感岿然不动是聪明之举。因为预料联邦储备委员会的贴现率的小幅变化，或是因为一些华尔街的博学家已经推翻了他们对市场的看法，我们和大多数公司经理都不会梦想狂热地交易高利润的子公司。

所以，为什么我们非得对我们在优秀企业中的少数股权作出不同的表现？成功地投资于上市公司的艺术，与成功收购子公司的艺术没有什么差别。在那种情况下，你仅仅需要以合情合理的价格，收购有出色的经济状况和能干的、诚实的管理人员的公司。之后，你只需监控这些质量是否得到了维护。

实施这种类型的投资策略常常导致其实践者拥有可以代表他投资组合中绝大部分的几种证券。如果投资者采用买入一些杰出的大学篮球明星未来收益的，比方说，20%的股份，那么他也可以得到相似的结果。这些篮球手中的少数会继续取得 NBA 明星的位置，而且投资者从他们身上获得的收入会很快在投资者总收入中占据主要地位。仅仅因为最成功的投资占据了投资组合中的绝大部分，就建议这个投资者必须廉价卖掉一部分，无异于建议芝加哥公牛队卖掉迈克尔·乔丹，原因是他在队伍中已经太重要了。

研究我们对子公司和普通股的投资时，你会看到我们偏爱那些不太可能经历重大变化的公司和行业。这样做的原因很简单：在进行两者中的任何一种投资时，我们寻找那些我们相信在从现在开始的 10 年或 20 年的时间里实际上肯定拥有巨大竞争实力的买卖。迅速转变的行业环境可能会提供巨大胜利的机会，但是它排除了我们寻找的确定性。

作为公民，我必须强调查理和我欢迎变化，新颖的想法，新式的产品，创新的生产流程和类似的东西使我们国家的生活标准得到提高，那肯定是好的。但是，作为投资者，我们对处在发酵过程中的行业的反应，与我们对太空探索的态度非常相似，我们会努力鼓掌欢呼，但宁愿跳过这种旅行。

显然，所有的公司都在或多或少地改变。今天，在许多方面 See's Candy（一家糖果公司与我们在 1972 年买进时有所不同：它提供各种糖果，使用不同的机器，而且通过不同的分销渠道进行销售。但是，为什么人们今天要买盒装巧克力，以及为什么他们要从我们这里而不是从别人那里购买，这些原因相比 See's Candy 家族在 20 世纪 20 年代创建这家公司时实际上没有任何改变。而且，这些动机不太可能在下一个 20 年甚至 50 年中改变。

在可流通证券中，我们寻找相似的可预测性。以可口可乐为例：与可乐产品一起出售的热情和想象力已经在罗伯特·戈伊兹亚塔的领导下急速成长，在为股东创造价值上，他已经完成了绝对惊人的工作。在唐·肯奥福和道格·艾维斯特的协助下，罗伯特重新考虑并改进了公司的方方面面。但是公司的基本面——可口可乐的竞争优势和绝佳的经济实质——多年来一直保持恒定。

最近我正在研究可口可乐 1896 年的年报（你还以为自己读的晚了）。那时，尽管可口可乐已经是主要的软饮料，但它仅问世约 10 年，但是，它在下一个 100 年的蓝图已经勾画清楚。当时公司的总裁阿萨·坎德勒在汇报那一年 14.8 万美元的销售额时说："我们从未停止过我们的努力，向全世界说明可口可乐对于所有人的健康和美好感觉来说是一种商品，平价的卓越。"尽管"健康"可能已经做到，但是我喜爱今天——一个世纪之后——可口可乐仍然依靠坎德勒的基本主题。正如罗伯特现在说的那样，坎德勒接着说，"没有哪一种类似性质的商品，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以这样稳固地在公众的偏好中确立自己的地位。”顺便说一句，那一年的糖浆销售量，相比1996年的大约32亿美元，达到了116492加仑。

我忍不住再引用坎德勒的一句话：“大约从今年3月1日开始……我们雇用了10名与办公室定期联系的旅行销售员，这样我们就几乎覆盖了整个合众国的领土。”这是我想要的销售力量。

像可口可乐和吉列这样的公司很可能被贴上“注定必然如此”的标签。预测者们在预测这些公司在未来的10年或20年里到底会生产多少软饮料和剃须设备上可能略有差别。我们讨论必然性并不意味着贬低这些公司必须继续在诸如制造、销售、包装和产品领域内实现创新这样的重要工作。但是，最终没有哪位明智的观察家——甚至这些公司最强有力的竞争者，假定他们可以诚实地评估这件事——会怀疑，对于投资寿命而言，可口可乐和吉列会继续在其遍布世界的领域中占据主导地位。实际上，他们的主导地位很可能会增强。在过去的10年中，两家公司都已经极大地扩展了他们已经非常巨大的市场份额，而且所有的迹象表明在下一个10年中他们会再现这种业绩。

显然，许多在高技术领域或萌芽行业的公司，按百分点计算会比注定必然如此的公司发展得快得多。但是，我宁愿相信可靠的结果，也不愿意企盼伟大的结果。

当然，查理和我即便在寻觅一生之后，只能够鉴别少数注定必然如此的公司。领导能力本身提供不了什么必然性：看看许多年前通用汽车、IBM和西尔斯百货所经历的震荡，所有这些公司都享受过很长一段表面上看来所向无敌的时期。尽管一些行业或者一系列的公司表现了赋予领导者实际上不能逾越的优势特征，以及倾向于建立一种几乎是自然法则的肥胖者生存的特征，但大多数公司却没有。从而，对于每一家注定必然如此的公司来说，有许多骗子，即现在高高在上但容易受到竞争性攻击的公司。考虑到成为一家注定如此的公司的条件，查理和我认识到我们永远不能赶上蓝筹股50家，甚至闪耀明星20颗。因此，对我们投资组合中的注定必然如此的公司，我们加上了几家“可能性高的公司”。

当然，即使是对于最好的公司，你也有可能出价过高。付钱过多的风险时常会显露出来，而且我们认为实际上对于所有的股票，包括那些注定如此的公司的买家来说，这种风险已经相当高了。在一个过热的市场中进行采购的投资者需要认识到，即使优秀公司的价值也可能常常要花一段相当长的时间才能赶上他们支付的钱。

如果一家伟大公司的管理人员，在收购其他马马虎虎或者更加糟糕的公司时，改弦易辙并且忽略了公司盈利颇丰的根基，那么一个严重得多的问题就会出现。出现这种问题时，投资者的苦难经历常常无休无止。不幸的是，这正是几年前可口可乐和吉列都曾出现过的问题。（你会相信几十年前他们曾在可口可乐培育小虾，并在吉列钻探石油吗?）当查理和我思量投资于总体看来优秀的公司时，失去重心最使我们感到担忧。一次又一次，我们在导致管理人员的注意力离开正道的傲慢或者无聊存在时，看到价值失去活力。但是，这不会再在可口可乐和吉列出现——不考虑到他们当前的和未来的管理人员。

让我对你们自己的投资谈一些看法。大多数投资者，机构投资者和个人投资者，会发现拥有普通股的最佳途径是投资收费低廉的指数基金。那些走这条路的投资者肯定能够战胜绝大多数投资专家创造的净收益（扣除管理费和开支以后）。

但是，如果你选择建立自己的投资组合，那么有几种思想值得牢记。聪明的投资并不复杂，尽管说它容易也远不现实。一个投资者需要的是正确估价选中的公司的能力。注意这个词“选中的”：你不必成为每一家公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

或者许多公司的专家，你只需要能够对在能力范围内的公司估价。范围的大小并不十分重要：但是，了解它的边界必不可少。

要成功地进行投资，你不需要了解β值，有效市场理论、现代投资组合理论，期权定价，或者新兴市场。实际上，你最好对此一无所知。当然，这不是大多数商学院里盛行的观点，这些学科在商学院的金融课程中占有重要的地位。尽管，我们认为投资专业的学生只需要2门教授得当的课程——如何评估一家公司，以及如何考虑市场价格。

作为一名投资者，你的目标应当仅仅是以理性的价格买入一家有所了解的公司的部分股权，在从现在开始的5年、10年和20年里，这家公司的收益实际上肯定可以大幅增长。在时间的长河中，你会发现只有几家公司符合这些标准——所以一旦看到一家合格的，就应当买入相当数量的股票。你还必须忍受偏离你的指导方针的诱惑，如果你不愿意拥有一家股票10年，那就甚至不要考虑拥有它10分钟。把总的盈利会在未来几年中不断增长的公司聚集到一个投资组合中，那么这个组合的市场价值也会不断增加。

尽管很少被人认知，这正是为伯克希尔的股东产生无数利润的方法，多年来我们的收益快步增值，我们的股价也相应地上扬。如果这些收益的增加还没有成形，那么伯克希尔的价值就不会增加。

我们有大笔投资的几家公司去年的业务令人大失所望，然而，我们相信这些公司仍然具有可以持续良久的重要竞争优势。这种有利于良好的长期投资成效的品质，是查理和我偶尔相信我们能够辨别的。然而，更常见的是，我们没有很高的把握。顺便说一句，这说明了为什么我们不拥有技术股的原因，尽管我们也同意通常的观点，也就是我们的社会将被技术公司的产品和服务所改变。我们的问题——我们无法通过努力学习来解决——是我们对技术领域的哪一位参与者拥有真正持续的竞争优势毫无洞察力。

我们应当补充说，我们缺乏技术洞察力并没有使我们沮丧。毕竟，在许多业务领域查理和我都没有特殊的资产配置战场。例如制造过程或者地质勘探，若要评估其中的各种专利，我们没什么东西可以拿到台面上。因此我们就不对这些领域加以判断。

如果我们有一种力量，那么当我们在我们的竞争圈中运作平稳，而且当我们正在接近极限时，它正在得到识别。对于在快速变化的行业中经营的公司，预测它们的长期经济表现就超出了我们的极限。如果有其他人声称有在这些行业中的预测技能——而且看起来要通过股票市场行为印证他们的断言，那么我们既不妒忌也不效仿他们，相反，我们坚持做我们理解的事。如果我们迷路了，那也是太不留神，而不是因为我们好动或者用愿望代替了理性。幸运的是，几乎可以肯定，伯克希尔将永远有机会在我们已经立足的圈子内发达。

就在此刻，我们已经拥有的优秀企业的价格并不是那么吸引人。换言之，与企业的股票相比，我们对企业自身的感觉更好。这就是我们没有增加现有仓位的原因。此外，我们还没有按一种重要途径回过头来衡量我们的投资组合：如果在处于合适价格的问题企业和处于问题价格的合适企业之间做出选择，我们宁要后者。然而，真正吸引我们注意的是处于合适价格的合适企业。

我们对所持有证券的价格的保守，也适用于股票价格的总水平。我们从未预测股票市场在下个月或者下一年中会如何运行，而且现在我们也不做尝试。但是在1999年末股票投资者似乎对他们的未来收益期望过于乐观。

我们看到股份公司的利润增长在很大程度上与这个国家的成绩（GDP）密切相关，而且我们看到GDP按大约3%的实际速率增长。此外，我们已经假设了2%的通货膨胀率，查理和我对这个2%的准确性并没有特别的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

心。然而，这是市场的看法：财政部通货膨胀防护证券（Treasury Inflation−Protected Securities，TIPS）比标准长期国债少收益约2个百分点，因而如果你们相信通货膨胀率比那个高，那么你就可能通过买入TIPS并放空国债中获利。

如果利润真的与GDP一同增长——以大约5%的速率，那么对美国公司的估价不太可能超出这个速率太多。接着再说红利，你从股票中获得回报，这些回报比大多数投资者在过去拿到的或者在未来期望的少得多。如果投资者的预期变得更加实际——他们当然不会这样——那么市场的调整有可能非常剧烈，尤其是在那些凝聚了太多投机的板块中。

总有一天，伯克希尔将有机会在股票市场中投下一大笔钱——我们对此充满信心。但是，正如歌中唱到的那样，“谁知道在何时何地？”同时，如果有人开始向你解释，在这个“被施了魔法”的市场中，那些真正疯狂的股票将会怎样，你或许会想起另一句歌词：“没智慧的人有理由，没理由的人有智慧。”

当价格对公司和股票来说都高高在上的时候，我们尽力遵守泰德·威廉姆斯式的纪律。在他的著作《击球科学》中，泰德解释说，他把击球区切割成77个格子，每个格子都有棒球那么大。他知道，只有当棒球处在他的“最佳”格子中时，才能使他打出0.400的击球率；接到处于他的“最差”点——击球区的外下角——的球，使他的击球率减少到0.230。换言之，等待最合适的抛球，将意味着步入名人堂；不分青红皂白地挥臂击球将意味着去小棒球联盟的车票。

如果他们全然不在击球区，那么我们现在看到的公司“抛球”就会打到外下角。如果我们挥臂击球，那么我们将锁定在低回报上。但如果我们今天让所有的球擦肩而过，也不能保证我们见到的下一个球更合乎我们的口味。也许过去有吸引力的价格是偏离正道的，而不是今天的足价。不像泰德，如果我们不打仅仅是落到击球区的三个抛球，我们也不会被叫出场；不过，只是站在那儿日复一日，等着球落在肩膀上，也不是有趣的想法。



第3章 普通股的替代品

3.3 优先股

我们只与那些我们喜欢、敬佩而且信任的人合作。所罗门公司的约翰·盖特弗伦德，吉列公司的小科尔曼·蒙克勒，美国航空公司的埃德·克劳德尼，以及冠军纸业的安迪·希格勒肯定都达到了我们的标准。

反过来，他们展示了对我们的信心，在每种情况下坚持我们的优先股在一种完全可转换的基础上有不受限制的投票权，这种安排与公司的财务标准大相径庭。结果，他们相信我们是明智的，考虑长远利益而不是眼前利益的所有者，正如我们相信他们是明智的，将长远利益与眼前利益同等考虑的经理。

如果行业的经济状况阻碍了我们所投资的公司的业绩，那么我们已经协商好的优先股结构，将给我们带来平平的效果，但如果他们可以获得能与美国工业总体状况相匹敌的回报，那么这种结构将能为我们带来相当有吸引力的效果。我们相信，吉列公司在科尔曼的管理下，将可以远远超过那种回报，而且相信约翰、埃德和安迪将达到目标，除非行业状况异常恶劣。

在几乎任何条件下，我们希望这些优先股返还我们的投资外加分红。然而，如果那是我们得到的全部，这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结果将令人失望，因为我们将会放弃灵活性，因而错失某些在下个 10 年中必然会展现在他们面前的重要机会。在那种局面下，我们将只能在典型的优先股对我们没有任何号召力的时候获得一种优先股的收益。伯克希尔能够从其4 种优先股权中获得令人满意的成果的唯一途径是，让这些被投资公司的普通股表现良好。

如果要出现这种情况，就需要有优秀的管理人员以及至少可以忍受的行业状况。但是我们相信伯克希尔的投资也能有所帮助，而且每家被投资公司的其他股东也能在未来的几年中从我们买入优先股的举动中受益。这种帮助来自这样一个事实，即每家公司现在都有了一个重要的，稳定的以及有利害关系的股东，股东的董事长和副董事长通过伯克希尔的投资已经间接地把一大笔他们自己的钱交给了这些企业。在我们与被投资公司的交易中，查理和我将会积极协助，冷静分析而且客观公正。我们认为我们正在与有经验的 CEO 共同工作，这些 CEO 对统率他们自己的公司十分在行，但是，在某些时候，又能抓住在某些人身上试验他们想法的机会，而不受到他们本行业或者以往决策的束缚。

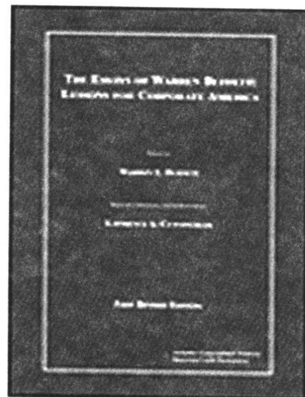
作为一组股票，这些可转换优先股不会产生当我们发现一家有着极好经济前景而又没有被市场所看好的公司时可以获得的回报。这些回报也不会与我们进行所偏好的资产配置——收购一家有着优秀管理人员的优秀企业的80%或者更多的股权——产生的回报有同样的吸引力。但是这两种机会都很难得，尤其是达到可以适应我们当前以及预料中的财力的规模。

总的来说，查理和我认为，我们的优先股投资应当产生比大多数固定收入投资组合能够获得的回报适当高些的回报，而且我们可以在被投资的公司里扮演一种次要的，但有乐趣的和建设性的角色。

错误在决策的时候发生。但是，当决策的愚蠢性变得明显时，我们只能判定当前出现的错误。用这个尺度衡量，1994 年是一个为争夺金牌激烈竞争的最佳年份。嘿，我想告诉你我要讲述的错误来自查理。但是，每当我试图这样解释这件事时，我的鼻子就开始长长。

1993 年末，我曾在 63 美元卖出过 1000 万股大都会的股票；而到了 1994 年底，其股价是 85.25 美元。（对那些希望避免亲自计算损失的痛苦的人来说，这个差别是 2.225 亿美元。）当我们在 1986 年以 17.25 美元买进这只股票时，我告诉过你，我曾在 1978～1980 年以每股 4.30 美元的价格卖出过我们持有的大都会的股票，并补充说为解释以前的行为我困惑不解。现在我已经成了再次惹人生气的人，也许是到了该有指定监护人的时候了。

同样令人震惊的是，大都会的买卖决定仅能得到一枚银牌。最高荣誉属于一次我在 5 年前犯下的，在 1994 年完全成熟的错误：我们耗资 3.58 亿美元买入的美国航空公司的优先股，9 月份其分红暂时取消。这笔交易是一种“非强迫性失误”，意思是说在做决定的时候，我既没有被人推着进行投资，也没有被任何人误导。相反，这是一个草率分析的案例，是一起由买入一种优先证券导致的，或是因为傲慢导致的失误。无论原因是什么，错误是严重的。



《巴菲特:从 100 元到 160 亿》
英文版封面

在买入这只股票以前，我完全没有将注意力放在会不可避免地困扰一家成本不但高昂而且极难降低的运输公司的问题上。在早些年，这些威胁生命安全的成本曾引发一些问题。因此航空公司受到管制不得相互竞争，而且运输公司可以吸收一些高昂的成本，因为他们可以通过高昂的定价转移成本。

当管制规定撤销时，局面并没有立即改变：低成本的运输公司的货运能力太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小，以至于高成本的航空公司可以在很大程度上维持他们现有的票价结构。在这一时期，由于大部分长期问题难以察觉，却又开始漫延扩散，因此不可能维持成本的进一步深入。

由于低成本营运者的座位容量的扩大，他们的票价开始迫使老资格的，高成本的航空公司降低价格。那一天可能被注入的资本（如我们向美国航空公司注入的资本）推迟了，但最终经济学的基本规则占了上风：在没有管制商品的业务中，一家公司必须把它的成本降低到有竞争力的水平，否则就会面对毁灭。这条原则对你们的董事长本应十分明显，但我没有看到。

美国航空公司当时的CEO塞斯·斯科菲尔德一直很勤勉地工作，纠正公司历史上的成本问题，但至今也未得到解决。在某种程度上，这是因为他已经不得不对付一个移动目标，即某些已经获得劳方让步的大运输公司以及其他已经从破产程序产生的“新建”成本中获益的运输公司。（正如西南航空公司的CEO赫伯·凯勒赫说过的那样：“破产法庭对于航空公司来说已经成了健身的矿泉疗养地。”）此外，不让人感到吃惊的是，那些按合同得到高于市场水平工资的航空公司雇员们，只要他们的支票可以继续过户，就拒绝削减任何工资。

尽管有这种困难局面，美国航空公司仍可能实现需要用来维持其长期生存能力的成本降低。但是，还远远不能确信这种情况会出现。因此，在1994年底，我们曾提到我们在美国航空公司的投资下跌至8950万美元，或者每个美元下跌了25美分。这个估价既反映出，我们的优先股可以使它的价值完全或者大部分恢复的可能性，又反映出股票最终会分文不值的相反的可能性。无论出现什么结局，我们都会留心一条原始的投资规则：你不必用失去它的方法再把它买回来。

我们在美国航空公司的投资的资产账面价值降低的会计影响非常复杂。在资产负债表上，我们按估计的市场价值将全部股票入账。因此，在去年的第三季度末，我们按8950万美元，或买入成本的25%，将我们持有的美国航空公司优先股登记入账。换言之，那时我们的资本净值反映的是一个远低于我们3.58亿美元成本的美国航空公司优先股的价值。

但在第四季度，我们断定股票价值的下跌，用会计术语来说，是“非临时性的”，而且这个判断要求我们将2.685亿美元的资产账面价值下跌放到利润表中。这个金额没有其他第四季度的影响。也就是说，它不会减少我们的资产净值，因为价值减少已经被反映了出来。

在即将到来的年会中，查理和我不会赞成重新入选美国航空公司的董事会。但是，如果塞斯希望同我们议事，那么我们将很高兴提供我们可以提供的任何帮助。

当维珍航空公司富有的所有人理查德·布伦森被问及怎样才能成为一名百万富翁时，他立刻回答：“实际上没什么窍门。从一名亿万富翁开始，然后再买一家航空公司。”因为不愿盲目接受布伦森的论点，1989年，你们的董事长决定通过在美国航空公司9.25%的优先股上投资3.58亿美元来加以证实。

我曾喜欢并且敬佩公司当时的CEO埃德·克劳德尼，现在仍然如此。但是我对美国航空公司业务的分析不仅肤浅而且错误，我太陶醉于这家公司长期盈利运作的历史，以及优先证券的所有权表面上给我提供的保护，以至于我疏忽了一个重要的方面：美国航空公司的收入将逐渐受到一个没有管制的，残酷竞争的市场的影响，而它的成本结构还是在管制保护利润的时候遗留下来的。如果任这些成本不受管束将意味着灾难，然而沿用航空公司过去的记录同样也是灾难。（再说一次，如果历史提供了所有的答案，那么《福布斯》前400名大富翁将都是图书馆员。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是，为了使成本合理化，美国航空公司需要在它的劳务合同中做出重大改进——而且，只要没有可信的倒闭威胁，或者实际开始进入破产，这是大多数航空公司都很难做到的。美国航空公司也不例外，就在我们买进优先股之后，公司的成本与收入之间的不平衡开始爆发性地加剧。在1990年至1994年期间，美国航空公司总共损失24亿美元，这一成绩完全抹去了其普通股账面上的股东权益。

这段时期的大部分时间，美国航空公司都派发给我们优先股利，但在1994年支付延缓了。稍后，因为形势显得尤其无望，我们将投资减少75%至8950万美元。其后，在1995年的大部分时间，我曾出价面值的50%卖出股票。幸运的是，我没成功。

与我在美国航空公司犯的许多错误牵连在一起的是一件我作对了的事：在进行投资时，我们在优先股的合约中写入了一条有些特别的条款，规定"惩罚性股利"——比基本的股利率高出5个百分点——将在任何欠款上增长。这意味着，如果我们的9.25%的股利被忽略了2年，那么拖欠的金额将以13.25%至14%的复利增加。

面对这个惩罚条款，美国航空公司就会受到刺激，尽力支付股利。所以，在1996年的下半年，当美国航空公司恢复盈利时，它确实开始支付股利，给了我们4790万美元。对于公司的CEO斯蒂芬·沃尔夫从航空公司榨出能容许支付股利的业绩，我们欠他一大笔情。虽然如此，近来美国航空公司的业绩并未明显受惠于实际上可能是周期性的行业尾风。这家公司仍然有必须解决的基本成本问题。

不管怎样，美国航空公司公开交易的证券价格告诉我们，我们的优先股现在很可能值它的3.58亿美元的面值了，几乎是等价。此外，我们已经在几年里收集了总计2.405亿美元的股利（包括在1997年收到的3000万美元）。1996年初，在收到应计股利前，我再次试图卖掉我们的股票——这次开价约3.35亿美元。你们很幸运：我又没能在胜利那儿看到失败。

在另一次类似的事情中，一位朋友曾问我："虽然你很富有，但为什么这么笨?"在考察了我在美国航空公司上的拙劣成果之后，你可以知道他说得有道理。

在购买美国航空公司时我处于很微妙的境地：几乎是在它陷于严重问题的同时一头扎了进去。（没有人逼我；用网球的话来说，我犯了一次"非强迫性失误"。）公司的麻烦不仅出自于行业状况，还出自于同皮德芒航空公司的合并过程中遇到的兼并后困难——我本该预计到的麻烦，既然几乎所有的航空公司兼并后都出现过经营上的混乱。

在短时期内，埃德·克劳德尼与塞斯·斯科菲尔德解决了第二个问题：这家航空公司现在有极佳的服务水准。整个行业的问题要严重得多。在我们买入股票后，航空运输业的经济状况以令人惊恐的步伐恶化，某些运输公司的自杀式的定价战术加速了这一步伐。这种定价给所有的运输公司财政的麻烦说明了一个重要的事实：在卖货物类产品的公司中，不可能比你最笨的竞争对手更精明。但是，除非这个行业中的公司在今后几年中减少9/10，否则我们对美国航空公司的投资就不是完全正确的。埃德与塞斯果断地在经营上做出重大改变来平息当前的骚乱，即使如此，现在我们的投资也比我们买入的时候危险。

我们的可转换优先股是一种相对简单的证券，然而我应该提醒你，如果过去是未来的指引，你可能会不时地读到关于它们的不精确的或误导性陈述。例如，去年几家出版机构计算出我们所有的优先股的价值同那些它们能转换成的普通股的相等。按他们的逻辑，如果所罗门公司的普通股卖22.80美元，那么我们能以38美元转换成普通股的优先股将值面值的60%。但是这种推理方法有一个小问题：用这种方法，必定能推断出可转换股票的全部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价值存在于转换权中，而且所罗门公司不可转换的优先股的价值是零，而无论其息票和偿还期限是什么。

你应该牢记在心中的一点是，我们可转换的优先股的大部分价值源于它们的固定收入特性。那意味着，这些证券的价值不可能比不可转换优先股的低，而且由于它们的转换选择权，价值可能更高。

在 1987~1991 年这段时间里，伯克希尔 5 次以私募方式购买可转换优先股，现在似乎正是讨论它们状况的时候。在每种情况下，我们都有将这些优先股作为固定收入证券，或者将它们转换成普通股的选择权。最初，它们的价值对我们来说主要来自于其固定收入的特性。我们不得不转换的选择权只是一种出乎意料的结局。

我们以私募方式购入 3 亿美元美国运通公司优先权益赎回累积股票——是一种普通股修改后的形式，其固定收入的特性仅占其初始价值的一小部分。在我们买进 3 年之后，这些美国运通公司的优先股将自动转换成普通股。相比之下，我们其他的可转换优先股仅在我们希望转换的时候才变成普通股———一种决定性的差别。

在我们买入可转换证券时，我曾告诉你们，我们希望从它们那儿得到的税后利润"适度"超过我们可以从它们取而代之的中期固定收入证券中得到的税后利润。我们超过了这种期望——但那仅仅是因为其中一种证券的业绩。我还告诉过你，这些证券，作为一个整体，"产生的利润不会超过我们从一家有着极佳经济前景的公司中获得的利润"。不幸的是，这个预言被言中了。最后，我还说过"几乎在任何情况下，我们希望这些优先股能够返还我们的初始投资外加股利"，这是我希望得到的回报。温斯顿·丘吉尔曾经说过这样一句话，"食言从未使我消化不良"。但是，我坚持认为，对我们来说，在优先股上损失的不可能性，已经带来了某种应得的妒忌。

我们最好的股票是吉列公司的，我们曾告诉你它从一开始就是一家上等的公司。然而，有讽刺意味的是，这也是一笔我曾犯下大错误——但属于那种永远不会反映在财务报表上的错误——的投资。

1989 年，我们在可以转换成 4800 万股（经拆股调整）普通股的吉列公司优先股上投了 6 亿美元。若从另一条路投资这 6 亿美元，我本来很可能从这家公司买入 6000 万股普通股。当时，普通股的市价大约是 10.50 美元，因此在这种情况下本可以有一场带有重要限制条件的大型私募，而我本来很可能至少以 5%的折扣买进股票。虽然我不可能保证如此，但是吉列公司的管理人员本应很高兴地让伯克希尔选择普通股。

但我还远未聪明到这样做的地步。相反，在不到 2 年的时间里，我们曾分得一些额外股利（优先股收益率与普通股收益率之差），在这点上公司——相当正确地——赎回了我们持有的优先股，而且是尽可能快地行动。如果我协议买入的是普通股，而不是优先股，那么在 1995 年末，有了扣减 7000 万美元额外股利的 6.25 亿美元的普通股，我们的境况本可以稍好些。

至于冠军纸业，这家公司以我们成本价的 115%赎回我们持有的优先股的能力，迫使我们在去年 8 月采取行动，而我们宁愿向后推延。在这个例子中，我们刚好在赎回日前转换我们的股票，并给了他们适当的折扣。

查理和我从未看好过造纸业——实际上，我不记得在 54 年的投资生涯中曾拥有过造纸公司的普通股——所以，在 8 月份我们的选择是把优先股在市场上卖出还是卖给公司。冠军纸业的资本收益一般——在我们投资的 6 年内的税后收益率大约是 19%——但是，我们的优先股却在整个持有期内给我们带来不错的税后股利收益率。（这说明，根据财产保险公司分到的股利，许多报刊夸大了它们的税后收益率。报刊未能考虑 1987 年开始生效的税法的变化，以及这种变化，在保险公司分得的股利不变的情况下，大幅减少了保险公司的实际利润。）

我们第一帝国银行的优先股将于 1996 年 3 月 31 日——最早的时间——被赎回。我们轻松自在地拥有一家经营良好的银行的股票，因此我们会转换并持有第一帝国银行的普通股。这家公司的 CEO 鲍勃·米尔默斯是位杰出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的银行家，因而我们喜欢与他合作。

我们的另两只优先股令人失望，尽管所罗门公司优先股的表现比它可以替代的固定收入证券的表现要强一些。但是，查理和我在这些股票上倾注的管理时间远远大于它对伯克希尔的经济意义。当然，我从未梦想会在60岁时从事一份新工作——即所罗门公司的临时董事长——因为我们早先买进了这家公司的一种固定收入证券。

在我们于 1987 年买入所罗门公司的优先股后不久，我曾写到“对于投资银行的发展方向或未来趋势，我没有什么特别的洞察力”。即使是最仁慈的评论员也会断言，后来我证实了我的观点。

时至今日，我们转换成所罗门公司普通股的选择还是毫无价值的。再者，在我买进所罗门公司的优先股以后，道琼斯工业股平均指数已经涨了一倍，而且各经纪公司的业绩一样好。这意味着，我因看到可转换选择权的价值就买进所罗门公司优先股的决定的得分一定很低。即使如此，这些优先股作为一种固定收入证券仍在困难的条件下继续派发股利，而且 9%的股利率在眼下很有吸引力。除非优先股转换成了普通股，否则它的条款要求所罗门公司从 1995 年至 1999 年，在每年的 10 月 31 日赎回 20%，因此去年我们 7 亿美元的初始投资已经按时被赎回了 1.4 亿美元。（一些报刊称此为卖出，但到期的优先证券是“卖”不掉的。）尽管我们没有选择转换去年到期的优先股，但是我们已经在“转换”这只苹果上咬了 4 口还多，所以我相信这与我们总有一天会发现的我们转换股票权利的价值非常相像。

吉列和（伯克希尔的优先股已经得到转换的）第一帝国的普通股已经大幅上升，与这 2 家公司的杰出表现一致。到年末，我们在 1989 年投资吉列的 6 亿美元已经升值到了 48 亿美元，而在 1991 年投资于第一帝国的 4000 万美元已经上涨到 2.36 亿美元。

与此同时，我们的两个落伍者美国航空公司和所罗门已经在一条非常重要的方向上苏醒过来。在一笔最终使长期受难的股票持有人得到报偿的交易中，所罗门最近并入了旅行者集团。伯克希尔的全体股东——就个人而言，包括我自己欠德瑞克·莫夫汉和鲍勃·德纳姆一大笔债，因为他们首先在把所罗门从 1991 年丑闻之后的销声匿迹中挽救回来扮演了重要角色，并且将这家公司的活力恢复到了足以吸引旅行者集团收购的程度。我经常说，我希望与我喜欢、信任并且敬重的管理人员共事，并没有谁比德瑞克和鲍勃更适合这句话。伯克希尔对所罗门投资的最终结果在一段时间里将不会入账，但可以稳妥地说，这笔投资比我两年前预想的好得多。回顾过去，我认为所罗门的经历不仅让人着魔而且有指导意义，尽管在 1991~1992 年我担任其董事长的一段时期中，我感觉就像戏剧评论家写到的：“我本该喜欢这出戏，只是坐在了一把倒霉的椅子上。它面向舞台。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《战胜华尔街》

【美国】彼得·林奇（1944～ ）

一个退休的基金经理有资格提供投资的忠告，而不是信仰的忠告。然而，多数人继续钟情于债券的现实，促使我重登布道的讲坛。

在我的上一本书《华尔街崛起》中，我试图一劳永逸地证明，把钱投入股票远比投入债券或其他证券有利得多。然而，为什么这个国家90%的投资仍然注入到这些并非最好的项目之中？

整个80年代是现代股票史上第二个黄金十年（50年代略好），但是，家庭资产中投资于股票的比例却在下降！事实上，这个比例一直在稳定地下降——从60年代的40%到80年代的25%，再到90年代的17%。在此期间，道琼斯指数翻了四倍，投资人却撤离了股市。即使摊贩在共同基金上的比例也从80年代的70%下降到90年代的43%。这是对于个人和国家未来福利的一种灾难，这种灾难不能再不加阻挡地持续下去。

我曾经证明，如果你希望在明天有更多的钱，你就必须把一部分资金投入到股票中。也许我们会在今后的两年或三年甚至五年之中遭遇熊市，你会希望自己最好从未听过股票这个词。虽然整个20世纪充满熊市，更不用提大萧条，然而，有一点是无可争议的事实：投资于股票或投资股票基金的资金，最终的回报远远高于债券、存单或其他有价证券。

买股票吧！即使这是你从本书中得到的唯一收获，那么写这本书的辛劳也就物有所值。至于投资于大型股还是小型股，以及如何挑选股票等问题，都从属于这个基本的要点——购买股票！这里，我特别要鼓励业余投资人，不要放弃。我以前曾经讲过，一个业余投资人花费少量的时间去研究公司或行业，则他所了解的知识，足以匹敌95%的专家——拿佣金的基金经理。

相当数量的基金经理会认为这纯属胡扯，然而，离开麦哲伦基金的两年时间里面，却再次强化我的信念：业余股民确有优势。对于不相信这点的人，我可以提供更多的证据。

——引自《战胜华尔街》



如果说巴菲特是股市神坛中的偶像，那么彼得·林奇就是平民中的英雄，更加容易被普通投资大众所接受。这位前麦哲伦基金的基金经理备受世人推崇，不仅是因为他创造了共同基金管理人至目前为止的最佳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业绩——资产管理规模从1978年开始时的2000万美元到1990年增长达140亿美元，年平均投资回报率高达29%，平均超越市场基准回报13.4%，甚至超过“股神”巴菲特的平均投资回报率。

对于股票投资这种入门门槛比较低的行业来说，国内外各类专家可谓数不胜数，不过真正说到大师，那或许用十个手指头就可以数得过来。无论我们如何地压缩这个名单，相信彼得·林奇的名字是不会被遗漏的。彼得·林奇被誉为“全球最佳选股者”，蜚声金融界，成为“历史上最具传奇色彩的基金经理”。美国著名的《时代》周刊称他为第一理财家，《幸福》杂志则称誉他是股票领域一位超级投资巨星。彼得·林奇在从事的投资经营中，也认识到了自己的不凡，以“股票天使”自居。

彼得·林奇坚持认为“持有股票的回报率要比买债券或者存款单高得多”，根据他的建议，投资者根本就别去碰债券，所有的钱都要拿出来买股票。

和大多数成熟市场的职业投资者一样，彼得·林奇奉行价值投资哲学。彼得·林奇退休之后，毫无保留地将其成功投资心得和方法通过著书立说和演讲向普通投资者广为传播，告诉人们投资并不是那么复杂，任何一个人通过留心观察生活再做一些研究都可以战胜股票市场上的所谓专家。某种程度上，他的意义不在于从方法上授之以渔，而是给予投资大众以信心和信念。《战胜华尔街》一书就是彼得·林奇投资哲学的具体表现。此外，本书介绍了贯彻其哲学思维的具体实战方法。投资者无疑将会从华尔街骄子彼得·林奇的这部作品中，汲取其投资策略的精华。





彼得·林奇的投资指导思想基本是以价值为中心的，当然，他在企业的价值量化评估的基础上更看中非量化的内在价值，比如企业的新产品推出市场，企业的管理工作进一步加强等都是促使企业价值提升的因素，林奇往往利用各种方式发现这些亮点，并及时投入。彼得·林奇做股票生意不靠市场预测，不迷信技术分析，不做期货期权交易，不做空头买卖。他成功的奥妙在于调查研究，尤其是实地访谈，用他的话说，股票投资是“艺术”加“腿功”，这就是彼得·林奇所著的《战胜华尔街》一书的核心内容。

《战胜华尔街》一书介绍了林奇挑选股票的几个原则：

(1) 阅读报表。报表是上市公司在一定时段内经营情况的总结，也是公司财务状况对外披露的途径。可以说，财务报表是投资者了解企业的一个窗口，而基本面情况会透露出企业的未来价值。1994年，林奇发现强生公司的股价在一路下跌，但是翻看其财务报表，各项指标都相当不错，该公司的利润增长已经持续了30多年，而且其过去对利润的预期也很少出现偏差。由于股价的下跌，技术派的投资者纷纷卖出股票。而林奇却发现，股价下跌的症结在于政府可能出台一项政策，这项政策可能会对公司产生影响，但实际上影响并不一定如想象中那么大，于是他果断买进了该股票，并取得了相当好的收益。林奇在阅读报表时比较注重的指标有：销售比例、价益比、现金状况、负债率、账面资产、股息、现金流量、存货、净资产收益率等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（2）交流。在麦哲伦基金时，林奇每年要走访30多家公司，每次走访的大致内容他都记录在一个本子上，并成为他买卖股票的最基本依据。在麦哲伦基金投资扩大到国外时，林奇曾到欧洲进行一段投资之旅。通过与上市公司的交流，林奇成功地捕捉到沃尔沃等大牛股，当年该股的收益达到麦哲伦基金总收益的一半左右，一时成为佳话。

除了直接到上市公司走访外，林奇还和许多行业内的专家保持着相当密切的联系，这样他对行业的动态基本能够做到了如指掌，他常购买行业内的大部分受益个股正是这个道理。另外，麦哲伦基金为了能和外界更好地交流，组织了午餐会与上市公司的管理人员交流，后来还增加了早餐和晚餐会，凭借这些，麦哲伦基金获得了大量的有用信息，也大大提高了基金选股的准确性。

（3）10∶1法则。林奇认为，寻找优质的股票就像是沙里淘金一样，需要做大量的淘洗，10次中能够有1次收获，100次就会有10次的收获。选股也是如此，需要做大量的准备工作，经过不断地筛选，最后获得少量的投资品种。而暂时不投资的股票可以作为储备，并作长期的跟踪。

彼得·林奇在其代表作《战胜华尔街》一书中一开始就声称：“我曾经证明，如果你希望在明天有更多的钱，你就必须把一部分资金投入到股票中……投资于股票或投资股票基金的资金，最终的回报远远高于债券、存单或其他有价证券。”他认为投资者不必在分析该买哪种股票方面是个天才，“区分投资者好坏的标准并不总是头脑，而通常是纪律。盯住你的股票不管其他，不理睬所有‘精明的忠告’，像‘木偶’一样行事”。对于那些“试图跟随市场节奏的投资者”，林奇认为他们：“会发现自己总是在市场底部即将反转时退出市场，而在市场升到顶部即将反转时进入市场。人们会认为碰到这样的事是因为自己不走运，实际上，这只是因为他们想入非非。没有人能够比市场精明，人们还认为，在股市大跌或回调时投资股票是很危险的。其实此时只有卖股才是危险的，他们忘了另一种危险——踏空的危险，即在股市飞涨的时候手中却没有股票。”他在该书中所确立的价值投资哲学，以及贯彻这一理念的具体方法，无疑是值得很多投资者借鉴的。



撬动华尔街的人



作为华尔街“历史上最具传奇色彩的基金经理”，彼得·林奇早已是国内投资人中有口皆碑的人物。如果说伯克希尔·哈撒韦公司的巴菲特，以及《漫步华尔街》的作者伯顿·马尔基尔的投资理念对于国人来说，多少还显得有那么一些阳春白雪的话，那么，彼得·林奇的投资策略，至少从对于股票的激进投资来看，无疑非常合乎中国人的胃口。

华尔街是英文“墙街”的音译，它长度不超过一英里，宽仅11米。作为世界金融重镇，华尔街两旁摩天大楼林立，街道犹如峡谷，抬头只能望见一线天。而彼得·林奇就在这一线天中，撬动了整个华尔街。作为一名成功的基金经理，彼得·林奇在其代表作《战胜华尔街》一书中确立的价值投资哲学，无疑值得国内投资者借鉴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在对股市的长期判断上，彼得·林奇是一个没有“周末焦虑症”的人，股市调整对他而言只意味着廉价建仓的机会到了。彼得·林奇的上述判断是基于他20余年的投资实战经历的。在彼得·林奇的投资哲学中，强调的是“投资于自己熟悉的公司”，注重的是公司未来营运的成长和盈利，崇尚价值投资的理念。而投资前的研究则是投资成功与否的关键。彼得·林奇发现很多人买卖股票只凭借小道消息或者预感，而不做任何研究。这一类型的投资者通常都会将大量时间耗费在电视的财经证券频道上，或者是推荐股票的摊头小报上，却不肯花时间和精力研究公司的基本面。

作为华尔街骄子的彼得·林奇的投资思想、实战经验，以及其特立独行的投资风格，对于现时中国的投资者而言，具有普遍的启示作用。彼得·林奇认为，一些公司的年度财务报表可以帮助确信该公司是否有发展前途。但是林奇提醒人们，不关注这些数字是愚蠢的；但是，过分拘泥于数字分析，则有掉进数字陷阱且不能自拔的风险，而后者的危险性甚至更大。彼得·林奇在《战胜华尔街》中还介绍了他成功的奥妙更多地来自于调查研究，尤其是实地访谈。

彼得·林奇常说：“要投资于企业，而不要投机于股市。”在他看来，任何一个产业或板块，哪怕是所谓“夕阳产业”，都可以从中找出潜在的投资目标，甚至“女士的丝袜好过通讯卫星，汽车旅馆好过光纤光学”，只要公司潜质好，股票价格合理，就可以买。这类似于国内投资者常挂在嘴边的那一句话：“没有好的股票，只有好的价位。”

找到一个好的公司，只是投资成功的一半；如何以合理的价格买进，是成功的另一半。彼得·林奇在评价股票的价值时，对资产评估和公司盈利能力评估两方面都很关注。资产评估在一个公司资产重组过程中具有非常重要的指导意义；盈利能力评估主要度量企业未来获取收益的能力。期望收益愈高，该公司价值就愈大，盈利能力的增强则意味着该公司股票价格具备在未来上扬的可能性。

事实上，关注基本面，并不意味着彼得·林奇在证券投资中的冥顽不化。彼得·林奇经常根据市场的变动改变他投资的方向，就像在帆船比赛中借风使舵、因势利导一般。彼得·林奇通常选择下列四种类型的股票进行投资：①成长股。彼得·林奇在此类股票中，谋求能够获得200%~300%的收益。②股票价格明显低于实际价值的价值股。他希望从中迅速赚取30%左右的收益，然后立即调整仓位。③绩优股。此类股票带有防御性质，如公用事业、电信、食品、广告公司的股票，经得起经济不景气的打击。④处于萧条周期性中的股票。从1977年至1990年的13年中，彼得·林奇曾为麦哲伦基金的投资者买过15000多只股票——其中很多股票还买过多次，平均每年买入1154只股票——这几乎是沪深上市公司的总数，从而赢得了“不管什么股票都喜欢”的名声。麦哲伦基金的许多公司只是在彼得·林奇的投资组合中保留一两个月而已，而整个组合里的股票，一年之内至少要被彼得·林奇翻检一次。他自称其购买的股票中如果在3个月以后仍有四分之一值得保留的话，那就很满意了。

从彼得·林奇总结出的投资经验，我们也可以看出其超人的一面。俄罗斯的文学巨匠托尔斯泰在其小说中提到过这样一个贪心的农夫。魔鬼答应这农夫，可以把他一天内所能圈下的土地都给他。疲于奔命几个小时之后，农夫获得了好几平方英里的良田，足以使他和他的家庭世代富裕。对于财富的贪婪却使得他无法控制自己，他继续向前跑，希望最大限度地利用这次机会，直到他精疲力竭而死。彼得·林奇非常理智地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

说："这是我希望能够避免的结局。"这也是他选择在事业的巅峰时期离开的唯一理由："尽管我乐于从事这份工作，但是我同时也失去了待在家里，看着孩子们成长的机会。我为孩子们做了成长记录簿，结果积了一大堆有纪念意义的记录，却没时间剪贴。""以人为本"，许多人仅仅是说着，彼得·林奇却做到了。

这就是彼得·林奇。他没有做财富的奴隶，一直是财富的主人。（黄　磊）



学以致用

这几天又重读了一遍彼得·林奇写的《战胜华尔街》这本书。以前看过几遍，也深受启发，但看过之后没怎么认真总结，到应用时，很多本该记得的又都抛到了脑后。这次想写写读后感，为了能给自己提个醒。这本书中首先告诉投资者的是在所有投资里最好的投资是股票，这个是我们做股票的前提。从书中我总结出做股票成功需要的几点要素：

第一，耐心。彼得·林奇谈到这点时说要不理睬环境的压力，坚持到投资成功。缺乏耐心的投资者总是盲目地在股市中追涨杀跌，他们经常为欲望所主宰，在股市热火朝天的时候急急忙忙地买进，而当股市大幅下跌的时候，因为心里恐惧又慌忙地卖出。这个市场永远存在机会，但把握住机会需要的是耐心。要有耐心去研究公司的情况，发现适合的公司买进后要耐心地持有。

第二，勤奋。勤奋不一定就能成功，但不勤奋肯定就不会成功。彼得·林奇每年花大量时间在研究分析公司的情况上，每天工作要十几个小时。这就像沙里淘金，一捧沙子里不见得会发现黄金，可不断地从手上过沙子，黄金是迟早会发现的。

第三，善于发现。日常中我们会接触到许多和上市公司有关的产品，有一双善于发现的眼睛，就经常能从中找到机会。

本书中还有些观点很值得我们牢记。

第一，做股票是长期投资。市场短期的走势是无法把握的，所以人为地去预测市场是很愚蠢的事。可



彼得·林奇的"鸡尾酒会"理论

彼得·林奇的"鸡尾酒会"理论是多年来林奇在家里举办鸡尾酒会，听离他最近的10个人谈论股票时总结出来的。

"在市场经过一段时间下跌之后，没有人期盼它能再次上涨时，人们都不谈论股市了。如果这时有人过来问我将怎样谋生，我会回答'试试买点基金'。他们听完后会很有礼貌地点点头就走了。即使不走，他们也会很快把话题转到即将进行的大选，或者天气情况之类，很快他们就会同旁边的一位牙医谈起有关治疗牙斑问题。"

当10个人宁愿与牙医谈论有关治疗牙斑的问题，而不愿意与一位基金经理谈论股市的时候，在林奇看来，股市极有可能出现转机了。当股市已经开始反弹上涨15%的时候，几乎没有人注意。林奇依然会告诉大家去买点基金，但新到的客人只会在去和牙医谈话之前，在林奇的身边多逗留一点时间，只是为了和他谈论一下股市有多大风险。这时人们谈得更多的依然是治疗牙斑而不是股市。

"到了第三个阶段，股市已经上升了30%，一大群兴致勃勃的人整晚都围在我身边，而忽视了牙医的存在。许多热情的客人把我叫到一边问我该买哪只股票，甚至牙医也这样问我。酒会上的每个人都把钱投在了某一只股票上，并且他们都在谈论股市的走势。"

"第四个阶段，所有客人都簇拥在我周围，但这一次是他们都来告诉我应该买哪只股票，甚至是牙医也会给我推荐三五只股票。当然这些股票仍在上涨。但当邻居们都来告诉我应该买哪只股票并希望我听从他们意见的时候，征兆已经很明确——股市已经达到高点并且是到了该下跌的时候了。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场的长期向好是可以肯定的，所以只要坚持长期投资，最终就能获取超额利润。做到长期投资首先要做到的是投入股市里的必须是闲钱。你不能因为生活所迫而被迫去卖股票，那样可能在你正要收获之前而功亏一篑。我自己就有这方面的教训，在1999年5·19行情前被迫卖掉所有股票，而当时我手中持有的正是以后的大赢家。其次要能做到均衡投资，比如每个月以一定的钱去买股票。这样能避免市场的干扰。当然每个月花一定的钱去购买可能不太适用于股票而更适用于基金。

第二，买股票是因为你喜欢这家上市公司。在中国股市这么多年，以前一直都是有一个错误的观点：跟庄。还有就是在国内股市里大家更关注技术分析。可就我个人观察，世界上的投资大师如巴菲特、林奇，他们都更注重价值分析。那就是这家公司如果业绩在逐年提高，那么这种提高就没有理由不反映到股价上来。他们很少去关注股票价格曲线。（凌　燕）



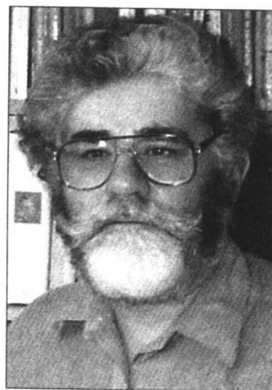
全球最佳选股者



投资大师纽伯格认为，沃伦·巴菲特和彼得·林奇是现代社会最伟大的两位投资家，连同索罗斯一起，可以用“天才”这个词来形容他们。但是，如果让他选择三者之中谁是最完美无缺的，整体来看，他会选彼得·林奇，因为“他的人品可称第一，他就像希腊神话中的大力神，在华尔街是个‘神’级人物。还有一点让我钦佩的是，他知道什么时候退出，回归家庭”。

被称为“第一理财家”、“首屈一指的基金管理者”、“投资界的超级巨星”的彼得·林奇1944年1月19日出生于波士顿，他的父亲曾是波士顿学院的一个数学教授，后来成为约翰·汉考克公司的高级审计师。但不幸的是，在彼得·林奇10岁那年，父亲因病去世，全家生活从此陷入困境。彼得·林奇被迫从私立学校转到了公立学校，而且不得不找个兼职的工作，以补贴家用。

1955年，彼得·林奇在布雷·伯雷高尔夫球场找了份球童的工作。这份工作不仅一个下午比报童工作一周挣得还多，而且布雷·伯雷高尔夫球俱乐部的成员都是大公司的董事长和股东，他们除了打高尔夫球外还交流投资观点，林奇跟随球手打完一轮球，就相当于上了一堂有关股票问题的免费教育课。



彼得·林奇

球童生涯并未妨碍彼得·林奇的学业，他读完中学后，顺利考入波士顿学院。即使在波士顿学院学习期间，林奇也未放弃兼职球童的工作，他还因此获得了费朗西斯·维梅特球童奖学金。

由于早期就接触到股票方面的知识，股市成为林奇日后的职业目标，他在大学学习期间便有目的地专门研究与股票投资有关的学科。除了必修课外，他没有选修更多的有关自然科学、数学和财会等课程，而是重点地专修历史学、心理学、政治学等社会科学。此外，他还学习了玄学、认识论、逻辑、宗教和古希腊哲学。因为在林奇看来，股票投资是一门艺术，而不是一门科学，历史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和哲学在投资决策时显然比统计学和数学更有用。

彼得·林奇在波士顿学院攻读研究生时，曾利用暑假期间在富达公司找到一份兼职工作。富达公司在美国发行共同基金的工作做得非常出色，可以说是当时的诸多投资公司中的佼佼者。能在这样的公司实习，对于彼得·林奇来说，无疑是一个非常难得的机会。

林奇在获得 MBA 证书后到军队里服兵役，1969 年退伍之后，进入富达公司工作。起初是金属商品分析师，1974 年升任富达公司的研究主管，1977 年被任命为富达旗下的麦哲伦基金的主管。虽然林奇在接管麦哲伦基金时，资金仅有 2000 万美元，其业务也仅仅局限于几家较大的证券公司中，但是这至少可以让林奇按照自己的投资理念去施展自己的投资才华。

林奇是一个工作狂，每天的工作时间长达 12 个小时。也许在投资界没有人比他工作更努力，也没有人比他阅览所及的范围更广。他每天要阅读几英尺厚的文件，他每年要旅行十多万公里去各地进行实地考察，此外，每年他还要与 500 多家公司的经理进行交谈，在不进行阅读和访问时，他则会几小时几十小时地打电话。

林奇在麦哲伦掌舵的 13 年间，股票生意做得极为出色，不仅使麦哲伦成为有史以来最庞大的共同基金，而且使公司的投资配额表上原来仅有的 40 种股票增长到 1400 种，林奇也因此收获颇丰。

林奇的投资哲学中有一条被称为“贫民哲学”，他不推崇学院的那些专业课程，认为投资股市准备前，“历史学和哲学比统计学更有用，股市是投资艺术而不是科学，你在股市上所需要的数学知识在小学就学到了”。“20 年的工作经验使我相信，任何正常的人只要用自己 3%的脑力就能在选择股票的时候，和那些处在平均水平之上的华尔街专业人员选得一样好。”林奇还指出，只要投资者在 10 年内选中两三种好股票就会发财，但是要找到好股票就需要在生活中留心观察，例如观察常去的商店。要买熟悉的股票，而不要买那些自己完全不懂的生物化学科技股，还要花时间了解自己拥有的股票。

林奇还创造了常识投资法。他认为普通投资人可以按常识判断来战胜股市和共同基金。林奇对于股市行情的分析和预测，往往会从日常生活中得到有价值的信息。比如，他特别留意妻子卡罗琳和三个女儿的购物习惯，每当她们买东西回来，他总要关注一下。1971 年的某一天，卡罗琳买了“莱格斯”牌紧身衣，他就发现了一桩大有赚头的买卖。在他的组织下，麦哲伦当即买下了生产这种紧身衣的汉斯公司股票，没过多久，该公司的股票价格竟达到原来价格的 6 倍。由此可见，能于平凡中见珍奇，这是林奇特有的本事。

1990 年 5 月 31 日，彼得·林奇正式离开“富达麦哲伦基金”。他的离开对麦哲伦基金来说是很突然的事，之前谁也没听到林奇表露过要退下来的想法，但对林奇本人来说就非突发奇想。虽说当时美国股市处在上升通道中，道琼斯指数早已突破 2000 点大关，林奇主持的麦哲伦基金也保持了每年 29%的增长速度，但林奇觉得这一切都将和他没有关系了，更重要的事等着他去做。当时他只有 46 岁，而他的父亲就是 46 岁去世的。彼得·林奇在接受采访时说：“当我的年纪超过父亲的寿命时，我开始感到死亡的阴影。不管往后还能活多久，我都有余日无多的感觉。这时我只希望能看更多戏、滑更多雪、踢更多足球、找到更多陪伴孩子的乐趣。”他还对记者特别强调，他认为退休前自己花太多时间在工作上，感到有点对不住孩子。

在做出退休决定后，他的好友提醒他，以他的声望和成就可以在离开麦哲伦后，在美国股市成立一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

规模在 20 亿左右、很容易管理的属于他自己的封闭式基金。那样，林奇既可以有时间做自己喜欢的事，又可以继续从股市得到财富。但林奇谢绝了朋友的好意。对于林奇来说，他已经用辉煌的业绩挑战了基金的规模与业绩的极限，实现了一个职业基金经理的人生价值。



第三章　投资的基础之一：投资方式比较



当你投资债券，你只是放了一笔贷款。但如果你投资股票，你就买下了公司的一部分。如果公司生意兴旺，你可以分享。如果公司分红，你会得到红利。如果公司提高红利，你的收益就会增加。

你不需要成为百万富翁或千万富翁之后才开始投资股票，即使你没钱投资，比如失业或年龄太小还不能就业，或者一无所有，你也可以做选股游戏，这是没有风险的非常好的训练方法。想当飞行员的人会先到航空模拟器上训练，在不会有真实空难的情况下从错误中学会飞行。

投资的基本方式有 5 种：储蓄、收藏、买房、买债券、买股票，5 种方式各有千秋，我们逐一比较。

储蓄

活期存款、定期存款以及大额可转让存单等都是短期投资，它们有其优越性：有利息、回收期短、安全可靠。短期投资上最大的缺陷是利息较低，有时甚至低于通货膨胀。从这点来讲，储蓄可能是亏损的投资方法。当油价从每加仑 1.10 美元涨到 1.40 美元，或电影票从 4 块涨到 5 块。这就是通货膨胀；换个角度来讲，通货膨胀就是花更多的钱才能买到某样东西。

近年，通胀率保持在略低于 3%的水平，也就是说你的每一美元在一年中贬值 3 分。储蓄和投资的首要目标是超过通胀率，就是说在最近几年中，投资收益必须超过 3%才能抵消通货膨胀。

储蓄存款通常不能弥补通货膨胀的损失。扣掉利息付税之后，近 20 年中有 10 年存款实际是亏损的。这是把钱存在银行的主要问题，短期来讲，这笔钱是安全的，但长期而言，很可能不能补偿税收及通胀的损失。所以，如果通胀率高于存款利率，以储蓄方式投资实际是赔钱。存款账户是资金集聚的场所，任何时候你要支付账单都能很快从这里取出钱来，存款账户也是积攒现金的场所。但是，长期而言，你不会从中受益很多。

收藏

收藏范围广泛，从古董车到邮票、古钱币、棒球卡，当你把钱投在这些项目之中时，你希望将来能以更高的价格出售，从中获利。有两个原因可以使之成为现实：其一，随着时间流逝这些东西愈益稀缺，人们愿意用更高的价格去购买；其二，通货膨胀造成货币的贬值，使这些东西价格上升。

以收藏方式投资的麻烦在于，这些收藏品可能丢失、被盗、磨损，或由于火、水、风等自然因素受损。其中一些因素可以投保，但保费昂贵。藏品的自然价值由于磨损而下降，另一方面，又由于年代久远而升值，收藏者永远希望年长日久带来的升值超过磨损等原因造成的贬值。

收藏是一项非常专业的工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成功的收藏家不仅是收藏品方面的专家，同时也是市场和价格的专家，有很多东西需要学习，其中有些可以从书本中学到，有些则完全靠经验。

对所有潜在的收藏者、尤其是年轻的收藏者来说，首先必须了解买一辆新车不是投资。投资这个字眼在最近的汽车广告中出现，但如果你看到这些广告，千万不要为之迷惑。古董车是一项投资，它们被存在车库里而很少使用；新车在日常使用中会迅速贬值，甚至比货币贬值速度还要快，没有什么东西能比汽车更快地吃掉你的存款——除非是游艇。

买房

买一所房子或一套公寓对大多数人来说是最有利的投资。

较诸其他投资方式，买房有两大优点：一是等待升值期间你可以住在里面，二是你可以借钱买房。

房价一般以跟通货膨胀相同的速度递增，这种情况下，你不赚不赔。但你买房并不是一次付清房款。一般而言，首期只付 20%，余下的 80% 由银行借钱给你支付，即抵押贷款。你要为所借的钱支付利息，这可能需要 15 到 30 年时间，具体时间要看你跟银行之间是如何约定的。在此期间，你可以住在这所房子里，不用操心房市萎靡、房价下跌；而在股市上，价格下跌很可能把你吓出市场。只要你住在里面，房子就会升值。如果你卖掉房子赚了钱，则需为赚的钱纳税。在你的一生中，政府会给你一次免税售房的机会。

如果你买一所 10 万美元的房子，年增值 3%，那么一年之后，你的收益增加了 3000 美元。表面看起来，这个 3% 的收益率跟存款的利息持平，但实际上，买房的收益超过存款。在买房的 10 万元交易中，你实际上只从口袋里掏出 2 万美元，所以，在第一年年底，你实际上是 2 万美元的投资获得 3000 美元的收益，收益率为 15%。当然，在这个过程中你要为抵押贷款支付利息。但是你有一次免税售房的机会（除非政府决定取消免税），当你还清全部贷款之后，你在这所房子上的投资实际增值不少，这是很多人没有想到的。

如果你得到一笔 15 年的抵押贷款购房并一直住在这所房子里，那么 15 年后，当你还清贷款，你花 10 万美元买下的房子现在价值 155797 美元；感谢房价每年 3% 的升值！

让我们举例说明。

乔·比格利和莎莉·卡特威尔都是沃尔—马特公司的助理经理，挣同样的薪水。卡特威尔住在自己以抵押贷款形式买下的房子里；而比格利则被父母赶出家门，他可以选择买一所房子或公寓，但他没有足够的钱支付首期费用，所以他只能去租一套公寓。卡特威尔每月房屋按揭所花的钱比比格利的房租略多一点，加上她还得购买房屋保险，支付草坪剪修费用，以及偶尔还得花钱维修。因此，比格利的手头比较宽裕，理论上讲，他可以用手头上的闲钱去买股票，为将来建立一笔资产。但他没有这样做，他把钱花在立体声音响以及高尔夫球训练等上面。

如果一个人不能省下钱来买房子，也很难指望他会省下钱来买股票。

一家人为买房省吃俭用是普遍现象，但你可曾听说过一家人省吃俭用是为了买共同基金？

因为拥有一所房子，卡特威尔已经形成省钱和投资的习惯。只要她继续支付抵押贷款，她就强制性为这所房子投资。而由于她购买共同基金赚了钱，从而才有足够的钱来支付购房的首期费用，所以她今后很可能会继续投资共同基金，只要她手中有余钱。

15 年后，当她还清全部贷款，她就拥有一笔可观的资产，并且每月的一笔大账单也从此消失；而比格利则一无所有，房租则比他刚搬进去时还贵了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

买债券

债券是一种凭证，表明你把钱借给某人。债券同时注明借款的数量、还款期限以及借款人支付的利率。虽然通常的说法是“买债券”，但实际上你没有买任何东西，你只是放了一笔贷款。债券的卖方，也叫做发行人，实际是向你借钱，债券本身是交易的凭证。

世界上最大的债券发行人是山姆大叔，美国政府一旦缺钱就会印发新的债券。政府现在欠债约5000亿美元——每个购买政府债券的人都是政府的债权人——国内外的公司、个人甚至还有外国政府，总共向山姆大叔贷款5000亿美元。他们把这些债券作为凭证放在自己的保险箱里。最终，这些债务都得偿还——因此赤字危机接连不断。同时，政府还得为这5000亿借款支付利息，山姆大叔因此一步步滑向破产边缘。

这是我们自己造成的困境，政府向这么多人借了这么多钱，联邦税收的15%都得用来支付利息。

年轻人最熟悉的债券之一是美国储蓄债券，老一辈把储蓄债券作为礼物送给儿孙是众所周知的现象。他们不是直接把钱交给儿孙，而是把钱以购买债券的形式借给政府。多年之后，政府把钱连同利息还给他们的儿孙。

美国政府并不是唯一的债券发行人。地方政府也通过发行债券来筹集资金；同样，医院、机场、学校、社区体育场馆、各种类型的公共设施以及数千家公司也发行债券，债券供给十分丰富，在任何经纪人办公室里都有债券出售，买债券就像在银行开账户或买股票一样简便。

债券在本质上跟大额存单很相近，都能得到利息，并且事先知道能得到多少利息、支付方式以及何时能够收回本息等。两者之间的主要区别，是大额存单期限较短，几个月到两三年时间，而债券期限较长，也许要等上5年、10年或30年时间才能收回本息。期限越长，通胀使利息贬值的风险就越大。因此，债券利息高于大额存单、存款等利息，投资人的风险需得到补偿。在正常情况下，30年期的债券利息高于10年期，10年期利息高于5年期，依此类推。投资人要考虑他们能够接受多长期限的债券，以及多高的利息才能补偿所冒的风险，很费一番脑筋。如今，全美各种债券超过8000亿美元，债券比股票更为普遍。同时，在各主要交易所，有超过700亿美元市值的股票挂牌交易。关于两者价值的辩论也持续不断，债券与股票各有优劣。

股票风险高，但潜在回报率也比较高，为了理解这个问题，我们举例说明。

比如有两种选择，一是购买麦当劳的股票，一是购买麦当劳的债券。如果你买了股票，那么你就成为公司的所有人之一，拥有各种权利，麦当劳公司多多少少会关注你，他们会给你送年报、邀请你参加年会，并以股票红利的形式给你分红。

如果公司1.6万家汉堡包店效益好，公司会提高股利。即使没有股利，如果麦当劳生意兴隆，股票价格就会上升，你可以按高出买进价的价格出售股票并从中获利。但另一方面，没人能够保证麦当劳前景看好，你能得到红利，或股票将会升值。如果股价跌到你的买入价之下，麦当劳公司不会给你补偿，他们没有作任何承诺，没有义务把你亏的钱还给你。作为股票持有人，你没有一份安全的资产，你必须对风险进行权衡。

如果你买了麦当劳债券或任何债券，情形完全不同。

你不是公司所有人，你只是债权人，就是你把钱借给麦当劳使用一段时间。

麦当劳也许今年的生意特别火暴，但从未听说过公司会提高债券利息来回报债权人。作为债券持有人，最糟的是看着股价窜上屋顶而自己却得不到一分钱的额外好处。

麦当劳就是个好例子。1960年以来，股价（经过拆股调整）从22.50美元上升到13570美元，麦当劳债券持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有人却没有这份幸运。如果你买10000美元十年期债券，并持有十年，你可以拿回本金和利息，除此之外别无所有。实际上，由于通货膨胀的影响，你拿到的钱要打折扣，比如债券利息每年8%，而通胀率在这十年中年均4%，这样，虽然你拿到5000美元利息，但通货膨胀使你损失1300美元，而你原来的10000美元本金由于通胀现在只值6648美元，所以这笔十年的投资实际年回报率不到3%。这还是税前回报，如果考虑到纳税因素，最终回报接近于零。

债券的好处，是虽然股票上涨时你失掉机会，但股票下跌时你也避免了损失。如果麦当劳股票从13570美元跌到22.50美元，股票持有人痛哭不已，而债券持有人则可以暗自窃喜。因为麦当劳债券不受股票价格影响，不论股市如何变化，公司必须在到期日向债券持有人支付本息，这就是为什么债券风险低于股票。债券有保障，当你购买债券，你事先就准确知道你能得到多少利息，而不用亮着灯躺在床上为股价波动操心。你的投资是有保障的，至少比投资股票有保障。

但是，仍有三种情况可能使你的债券投资受到损害：

其一，是你在到期日之前出售债券。提前出售只能在债券市场碰运气，债券市场上价格如股票一样每日波动，如果提前出售，很可能拿不回本金。

其二，是债券发行人破产，不能偿还本息。这种情况主要看谁是发行人，比如美国政府永远不会破产——政府可以印发更多的货币。因此，政府债券的购买人肯定可以收回足额本息。其他发行人如医院、机场等就不能提供这样的保障，如果他们破产，债券持有人会损失很多钱，通常他们能拿回一部分，但不是全部投资，有时候则会分文无归。发行人不能完成支付叫做违约，为避免碰上违约，精明的购买人会在购买之前审查发行人的财务状况。此外，有些机构对债券风险进行评级，因此，投资者事先可以知道各债券的风险程度。强大的公司如麦当劳其安全级别很高——麦当劳债券支付违约的可能性几乎为零，实力较差的公司其安全级别很低。听说过垃圾债券吗？就是安全级别最低的债券。当你购买垃圾债券时，你冒着极大的风险，可能收不回本金。因此，垃圾债券支付的利息高于其他债券，以此作为投资者承担额外风险的补偿。

其三，也是持有债券的最大风险，是通货膨胀。我们已经介绍过通货膨胀如何损害投资收益。持有股票长期而言会超出通货膨胀并得到相当不错的收益，但债券却办不到。

买股票

买股票应该是最好的投资方式。

如果你投资于马匹或宠物猫，你还得喂养它们，股票却不需要。

股票也不会像古董车那样被损坏，或像房屋那样会漏雨，需要维修。

如果碰到火灾、水灾或被盗，你可能失去收藏的棒球卡，但股票不会失去，表明你持有股票的证书可能被盗或被烧掉，但公司会另外送你一张。

当你投资债券，你只是放了一笔贷款，但如果你投资股票，你就买下了公司的一部分。如果公司生意兴旺，你可以分享。如果公司分红，你会得到红利。如果公司提高红利，你的收益就会增加。

数以百计的公司有逐年提高分红的习惯，这是对股票持有人的奖励，公司绝不会提高债券的利息。

5000多万美国人体会到投资股票的好处，这一数字大约占总人口的1/5。

他们并不是最有钱的那些人，开着劳斯莱斯房车，像你在《富人的活法》中所看到的一样；大多数股东都是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有正当职业的普通人：教师、公车司机、医生、学生，你的亲戚朋友或邻居。

你不需要成为百万富翁或千万富翁之后才开始投资股票，即使你没钱投资，比如失业或年龄太小还不能就业，或者一无所有。你也可以做选股游戏，这是没有风险的非常好的训练方法。想当飞行员的人会先到航空模拟器上训练，在不会有真实空难的情况下从错误中学会飞行。

你也可以创造自己的投资模拟器，在没有真实损失的情况下学习投资；很多本可以从这种方法中受益的投资人却是以一种更为艰难的方式学会了投资，即在实战中学会了投资。

亲朋好友可能会警告你远离股市，他们会告诉你买股票就如同把钱扔掉，因为股票市场如赌场一样不可靠，他们可用自己的亏损来证明这一点，但前面所说的事实却有力地反驳了他们的观点，如果股票就如赌博，怎么可能在几十年时间里给股东以如此之大的回报呢?

当人们在股市上持续亏损时，并不是股票的错。

一般而言，股票是随时间而增值的。

投资人赔钱 99% 是因为他们没有计划，他们在高点买进，然后因为缺乏耐心或恐慌，而在股市不可避免的下跌中，在低点抛出。

他们的一贯做法是“买高卖低”，这是你应该避免的。你要有一个计划，本书的目的就是帮助你理解股票以及发行股票的公司。



第四章　投资的基础之二：股票投资观念

长期投资

股票投资成功并不要求你是一个数学专家，你也不需要是一位会计师，虽然懂一点基本的会计知识，非常有益。如果你能够阅读并且能做小学五年级水平的算术，你就具备了基本技能，剩下的就是要有一个计划。

股票市场是一个年轻人占很大优势的地方。

你的父辈或祖辈可能对股票比你懂得多——多数情况下他们是从自己在股市中所犯的错误中学到的；当然，他们可用于投资股市的钱也比较多。但你却拥有最宝贵的资本——时间，时间在股市中会创造奇迹。

开始投资的时间越早越好，实际上，早年投入的一小笔钱多年之后的价值超过今后投资的一大笔钱。你有没有听到过这句古老的格言：“时间就是金钱!”也就是说“时间能够赚钱”。

让时间和金钱去工作，你只需坐下来等待结果。

如果你已决定投资了股票而不是别的东西，比如债券，你就已经消除了最主要的误区，作出了明智的选择。

我这样说是假定你是一个长期投资者，决定盯住一种股票而不管发生什么事。那些一两年就把钱抽出来的人，不应该把股票作为投资首选。你不要看今年到明年股票价格会发生怎样变动，当股市回落股票贬值时，那些把钱撤出来的人会比把钱投进去的人损失更大。

应该计划投资 20 年或更长时间，这个时间足以使股票从最惨重的股灾中恢复过来，并足以累积利润。年均 11%的回报是过去的股票创造的，没人能够预测未来。但经过 20 年每年 11%的增长，1 万美元的投资会魔术般地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

变成80623美元。为了得到这11%的回报，你必须或多或少地对股票表示忠诚——这是一种婚姻，金钱与投资的婚姻。你不必在分析该买哪种股票方面是个天才；但如果你没有耐心和勇气去长期持有股票，你只是一个投机者。区分投资者好坏的标准并不总是头脑，而通常是纪律。盯住你的股票不管其他，不理睬所有“精明的忠告”，像“木偶”一样行事。这是50年前一位股票经纪人弗雷德·施维德的忠告，他在自己的著作《客户的游艇在哪里》一书中提出这个忠告，现在仍然适用。

人们总是到处寻找在华尔街获胜的秘诀，长久以来真正的秘诀就是一条：买进有盈利能力企业的股票，在没有极好的理由时不要抛掉。

股价下跌不是好理由。

站在镜子面前发誓自己是一个长期投资者，毫无疑问不会卖掉自己的股票，这很容易办到；随便问一群人，有多少愿意做长期投资者，你会得到一致的答案，现在你很难找到一位宣称自己不是长期投资的投资者。但当股价下跌时，真正的考验来临了。

后面，我们会更多地说到所谓股灾、回调、熊市的细节；没有人能够准确地预测熊市什么时候降临，但当熊市真正降临，90%的股票价格下跌时，很多投资者自然地感到恐慌。

他们听到电视节目主持人用“灾难”这样的字眼描述形势，于是他们担心股票价格会跌到一钱不值，而他们的投资将血本无归，他们决定挽救剩下的钱，于是他们抛售股票，即使赔本也在所不惜。他们对自己说，拿回一部分总比什么也拿不到要好。就是在这个时候，人们突然之间变成了短期投资者，虽然他们曾信誓旦旦地宣称自己要做一个长期投资者。他们被情绪控制，并且忘记当初买股票的理由——在好公司里拥有股份，他们陷入恐慌，因为股价很低。他们不是等待股价回升，相反却以低价抛出股票。没有人强迫他们这样做，他们自己急着要赔钱。

由于认识不到这一点，很多人陷入市场周期的误区。如果你说他们是市场投机者，他们会否认，但任何因为股价的升降而买卖股票的人都无疑是投机者。

市场投机者试图对股价的短期波动进行预测，希望获取快速的利润。

极少有人能以这种方式赚钱。

实际上，任何人如果能够连续地预测市场，他或她的名字早就列入世界首富排行榜，排在亿万富翁沃伦·巴菲特和比尔·盖茨之上。

试图跟随市场节奏你会发现自己总是在市场底部即将反转时退出市场，而在市场升到顶部即将反转时进入市场。人们会认为碰到这样的事是因为自己不走运，实际上，这只是因为他们想入非非。没有人能够比市场精明。人们还认为，在股市大跌或回调时投资股票是很危险的。其实此时只有卖股才是危险的，他们忘了另一种危险——踏空的危险，即在股市飞涨的时候手中却没有股票。

一些关键性时刻能够实现或破坏整个的投资计划，80年代股市兴旺的5年中，股票年均涨幅26.3%，遵守纪律坚持计划的投资者获得几倍或更多的收益，但这些收益绝大部分来自于40天，而5年中公开交易共1276天。如果你在这40天中离开了股市，以图避开下一次回调，那么你就得不到年均26.3%的收益，而只能得到4.3%的收益；银行的大额存单也能获得这个收益，并且风险小得多。

因此，如果你想获得股市的最大收益，尤其是在你还年轻，时间站在你一边的时候，最好的选择是把尽可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多的钱拿来买股，然后任凭它在股市里沉浮。在股市下跌的日子里你会承受痛苦，但只要你不抛售股票你就不会有真正的损失。如果你充分投资，你就会充分享受股市魔术般不可预测的变动带给你的好处。

自己选股

如果你有时间和兴趣，你可以致力于令人激动的冒险生涯：挑选股票。这要比投资共同基金做更多的工作，但也会从中获得更大的满足感，随着时间流逝，你或许能比大多数基金干得更好。

不是说你选的股票都会涨——有史以来没有哪个人100%的正确，华尔街著名的投资专家沃伦·巴菲特犯过错误，彼得·林奇的错误可以写几本书。

在众多的股票中找到几个十年不遇的大赢家才是你真正需要的。如果你有10种股票，其中三种是大赢家。一两种赔钱，余下六七种表现一般，你就能大赚其钱。

如果你能找到几个翻三倍的赢家，你就不会缺钱花，不管你同时选了多少赔钱的股票。如果你懂得如何了解公司的发展状况，你会把更多的钱投入到成功的公司中去。你也不需要经常把你的钱翻三倍，只需在一生中抓住几次翻三倍的机会，就会建立相当可观的财富。假如你开始投资者用1万美元，然后有5次机会翻三倍，你就得到240万美元；如果有10次翻三倍的机会，你的钱就成了5.9亿美元，而如果有13次机会，你就成为美国最富的人。

实际上，投资共同基金与自己选股并不矛盾，很多投资者两样兼备。

许多对共同基金的忠告，如尽早开始投资，制定投资计划并执行计划，不为股市下跌所动等等，也同样适合于你自己选股投资。你面前的问题有两个：我该如何挑选股票？我从哪里弄钱去买这些股票？因为在认真挑选之前就把钱扔进去是很危险的事情，所以你应该在实际入市之前先做一些练习。

很多人因为对股票一无所知而赔钱，数量之多令人吃惊，这种事无时不有。有的人一生中从来没有投资经验，然后突然之间收到一大笔退休金并全部投入股票市场，他们甚至都不知道“红利”同“红脸”的区别！他们应该接受一点正规的训练，就像在驾驶学校里学开车一样。不了解交通规则，教练是不会让学员开车上路的。

如果没有人来训练你，最低限度你可以进行自我训练，从书中找到各种策略，开始亲身感受各种股票的市场特性。

年轻人再次具有独特的优势，你可以想象投资的情形，因为你还有几十年的时间。当你真正用钱进行投资时，你完全可以有充分准备。

……

长期表现好的股票，是那些长期业绩良好的公司的股票，投资成功的关键是找出成功的公司。

在“股市游戏”训练中要想取得好成绩，除了关心股价之外，还要做更多的工作；你必须尽可能地了解你选中的公司，知道是什么因素影响公司的经营。

有5种基本方法用于选股：

1. 投镖

向股票清单掷飞镖，击中哪只股票就买哪只股票，这是选股的最低级办法。你也可以闭上眼睛用手代替飞镖。也许你运气好，击中一只干得不错的股票——但也可能运气不好。这种方法最大的好处就是省事，如果你倾向于随机地选股，你最好是避开这一行去投资共同基金吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2. 小道消息

是选股的次低级方法。某人告诉你买这种股票，说它即将大涨。这人可能是你最好的朋友、你的英文教师、你的哈里叔叔、理发师、汽车修理工或花匠，也可能是你在公共汽车上偷听到的某个消息，偷听来的消息常常更令人激动。有可能哈里叔叔直接跟某公司有关系，确实知道他所讲的情况，这样的消息很有用——是进一步研究的重要线索。

但小道消息的危险性是在于本是子虚乌有，只是传闻而已。

典型的例子比如听人说："家庭购物网络公司干得很好，精明人把钱都用来买这种股票，赶紧去买，否则就迟了。"有些人买一个 50 美元的烤炉会事先比较几家商店的价格，但听到这种传闻后，却毫不犹豫地用几千块钱去买"家庭购物网络公司"的股票，只是因为怕错过机会，怕错过据传"家庭购物网络公司"的股票能翻四倍的机会。

实际上，如果他们不买这种股票而它实翻了四倍，他们也没有损失一分钱。人们不会在自己没买的股票上赔钱，只会在买进"家庭购物网络公司"股票并当它的价格下跌就抛出时赔钱。

3. 专家意见

你可以从电视上或报纸上了解到专家意见。基金经理、投资顾问或其他华尔街人士源源不断地提供专家意见。很多人听信这类建议，数百万读者或听众跟你得到的是同样的观点：如果你不能抵抗消息的诱惑，那你最好是听这类专家意见，胜过哈里叔叔的小道消息。一般来讲，专家发表意见之前，已经做过分析研究，而哈里叔叔对自己的谈话内容则不甚了了。

听从专家意见的麻烦在于，你不知道专家什么时候改变自己的看法，你没办法了解这一点，除非他又回到电视上介绍自己的观点，而你又碰巧正在收看这个节目。否则你只有抱着这种股票，因为你认为专家喜欢它；而他已经不喜欢这股票了，你却仍然抱着。

4. 经纪人的买入清单

股票经纪人向来喜欢推荐你该买哪种股票，通常这样的推荐并非出身经纪人的头脑，他们从办公楼的分析专家那里得到这些看法。这些人是训练有素的福尔摩斯，他们的工作就是打听公司的动向，并根据自己了解的情况发出买卖指令。

经纪公司收集来自分析人员的买卖讯号，并列成一张清单发给每位经纪人，包括你的经纪人——如果你有经纪人的话。通常这样的清单会作分类：保守型投资者、积极型投资者、有红利的股票等等。如果你跟经纪人一起从这些清单中选股，你可能有一个相当不错的投资组合。通过这种方法，你可以借助经纪公司的研究力量并从中选出自己最喜欢的股票。这比听从专家意见有很大的优越性；如果经纪公司改变主意，把买单中的某种股票列入卖出清单，你的经纪人会及时通知你。

如果他没有这样做，那就把这经纪人列入你的卖出清单中，炒他的鱿鱼！

5. 做自己的研究

这是选股的最高级形式。你选中这只股票因为你喜欢这家公司，而你喜欢这家公司是因为你已经对它做了里里外外的研究，你的研究做得越多，你就越少依赖他人的观点，并且越能评价他人的观点或传闻，你可以自己决定在什么时候买什么股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

你需要两种信息：一种是亲眼所见，一种是分析数字而得到的信息。

第一种信息，你可以随时得到。走进一家麦当劳店，或任何其他上市公司所属分店（如果你就在那儿工作更好），你可以自己判断公司的运作是否有效率；是人浮于事还是人手不够，管理有序还是杂乱无章。你可以了解雇员的精神面貌，也可以感觉到管理层花钱是铺张还是节省。如果你面对顾客，你可以了解顾客人群，他们是在收费台前排队吗？是不是地方太小？他们对商品满意吗？这些细节能够告诉你很多关于总公司管理的信息。

你有没有看到过一家乱糟糟的盖普店或一家空荡荡的麦当劳？

盖普或麦当劳分店的雇员长期以来看到公司成功的管理，他们可以把自己的余钱投资于自己所在的公司。如果别的商店以同样或更低的价格提供更好的商品，更好的服务，那么自己的商店就会失去顾客，商店职员最早知道竞争对手正把顾客拉走，他们可以转而投资竞争对手公司的股票。

即使你不是在公开上市的公司里工作，你也可以从顾客的角度来了解情况。每次购物，吃汉堡包，你都可以得到有价值的信息。在商店里闲逛，你可以了解哪些商品畅销，哪些商品滞销。

观察你的朋友，你可以知道他买哪种牌子的计算机，喝什么牌子的苏打水，喜欢看什么样的电影以及是否穿着锐步鞋等等，这些都是重要的线索，可以引导你发现合适的股票。

你会吃惊为什么那么多人忽略了这些线索，成千上万的人在各种行业里工作，每天都与潜在的投资对象有接触，却从未利用过第一手资料的优势。

医生知道哪家制药公司生产最好的药，但他们却不买制药公司的股票。

银行工作人员知道哪家银行实力最强，费用最低，放贷最精明，但他们却不去买银行的股票。

商店经理或商厦经营者能够知道每月的销售额，因此他们肯定知道哪家零售店出售最好的商品，但有几个商厦经理因为投资零售业股票而致富？

一旦你开始用选股人的眼光打量世界，你就会关注某个公司及其经营状况，你也会开始留意它的竞争对手是否比你关注的公司干得更好。

当人们排队购买克莱斯勒公司生产的小型货车时，不止是克莱斯勒的销售人员能够意识到克莱斯勒公司正获得创纪录的利润，别克公司的销售人员坐在空荡荡的展厅里也能意识到别克的顾客正转向克莱斯勒。

这种现象把我们引向财务报告上的数字，一家公司生产流行产品并不意味着你就应该买这种股票，投资之前你还要知道很多东西，你要知道这家公司花钱是精打细算还是大手大脚，你要知道公司欠银行多少钱，你要知道销售额是否在上升以及上升的速度，你要知道公司在过去几年中赚了多少钱以及预计在将来能赚多少钱，你还要知道这种股票的价格是合理、低估还是太高，你还要知道公司是否支付红利。如果支付，红利是多少以及隔多长时间会提高红利。总之，收益、销售额、负债、红利以及股价，这些是选股人必须知道的数字。

有些人在学校里学习过如何了解和分析这些数字，因此这不是本书应深入探讨的问题，最好的办法是用一个具体的例子来说明如何基本读懂这些数字，我们在后面会举例子。

没有哪个投资者能够了解所有在美国挂牌交易的、超过13000家上市公司的情况，因此职业和业余投资者都同样被迫把他们的选择限制在某个特定类型或行业之中。例如，有些投资者只买那些提高分红的股票，有些投资者则专选年收益增长率超过20%的股票。

你可以限定在某个行业，如公用电力、饭店或银行等等，你也可以限定小公司或大公司、新公司或老公司等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

等，你也可以专门挑选那些经历了困难时期正试图复苏的公司。分类的方法不计其数。

投资不是一门精确的科学，不论你多么用功地研究这些数字，不论你对公司的过去了解多少，你不能肯定它的将来会怎样。

明天会发生什么永远只能猜测，你作为一个投资者的工作是作有把握的猜测而不是盲目的猜测。你的任务是选股票，然后关注有关这家公司的好消息或坏消息，你可以利用自己的知识把风险控制在最低水平。



第十四章　艺术、科学与跑腿

选股是艺术与科学的综合，只注意一面是非常危险的事情。一个钟情计算，沉迷于资产负债表而不能自拔的投资者，多半不能成功。

如果能够从资产负债表中预测未来，那么数学家和会计师将是世界上最富有的人。

另一方面，把选股当做艺术也同样危险。我所说的艺术，是指直觉、感性以及艺术家超常的右脑活动。

寻找赚钱的投资机会需要"有技巧的直觉"。掌握技巧可以赚钱，不懂技巧就会赔钱，但这一点是学不来的。有些人真的是在"玩"股票，歧视做研究，其结果越来越轻视技巧，导致赔钱更多。他们的借口之一，是"股票如女人，永远猜不透"，这句话对女人和股票都不公正。

我选股的方法，是艺术与科学加上跑腿，20年没有变过。我有一台电脑，但不是许多基金经理使用的那种高性能的新型工作站，能够报告华尔街每一位分析人员对上市公司所做的分析，能够绘制精美的技术图形，还能与五角大楼玩战争游戏，与特级大师勃比·费希尔下国际象棋。职业炒手通常忽略这一点，他们想方设法购买各种软件及股市信息服务，以发现其他职业分析家们在干什么，而不是花更多的时间做自己的调查研究。一打软件也比不上自己做的研究。相信我说的没错，沃伦·巴菲特从来不用这些玩意儿。

在早期的《巴伦》专刊上，我对股票的热情导致我在推荐股票时走火入魔。1986年，我推荐了100多种股票，这一"荐股数量之最"一直保持到第二年；第二年，我又推荐了226种股票。阿兰·阿贝尔森评论说："也许我们该问问你不喜欢哪些股票?"以及"你是一个无歧视的机会均等主义买股人。"1989年，我表现出极大的克制，只推荐了我最喜爱的91种股票，这个数目仍然引起了《巴伦》的不满。"我们或许得再次问你不喜欢哪些股票——这样的名单会更短。"1990年我推荐的数目进一步减少到73种。

我一贯相信找股票就像在石头下面找金龟片一样。翻开10块石头，可能找到一个，翻开20块石头可能找到两个。在过去的四年中，我每年都要掀开数千块石头，以找到足够的金龟添进麦哲伦庞大的收集中。

由职业向业余转变，令我大大减少了推荐的数量，1991年、1992年我都只推荐了21种股票。由于我有更多的时间与家人在一起以及做些慈善工作，因此我只能掀开几块石头。这对我来讲非常好，作为业余选股人，我不用再去找50到100个能赚钱的股票，10年中只要能够找到两个大赢家就足够了，小额投资人只要把自己的组合限制在5种以内。如果你的组合有一种是翻10倍的赢家，那么即使其他4种都不涨，你也能够让你的钱翻3倍。

高估的市场

到1992年元月的投资会议召开时，道琼斯指数已经上升到3200点，乐观气氛弥漫市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我是会场上最压抑的一个，我对高估的市场一向悲观。那么多的股票每天都在创新高，在这样的市场上你很难找到值得买进的股票。相反，经济萧条迟早会结束，所以在熊气弥漫的市场上到处都是廉价的股票。

许多大型股票，特别是高利润成长型企业如菲利浦·莫里斯、阿波特以及沃尔一马特等，他们的价格已远远超出其收益线，这是一个不祥的讯号。价格超出收益线的股票有一个固定的规律，即反向运动使价格回落到更合理的位置。看看这些股票的图形，我怀疑 1991 年成为市场冠军的这些成长型股，可能在 1992 年会横盘或下跌，即使1992 年是个牛市。如果遇上熊市，它们可能下跌 30%。

我告诉《巴伦》杂志，从我的推荐名单中划掉这类股票，我对成长型股票忧心忡忡。

道琼斯和标准普尔 500 指数达到很高的水平，尤其是相对于理论价值、收益或其他的测算指标而言，但许多小企业的股票并非如此。

第二年秋天，当我开始为《巴伦》推荐股票做例行的分析研究时，一年一度的纳税使小企业股票的价格下降到很低的水平，你可以用简单的办法让自己过上好日子，即在每年 11 月、12 月纳税抛售期间买进低价的股票，然后持有到第二年元月份，通常价格在元月份会有反弹。这种所谓的“元月效应”对小企业股票尤其明显；在过去 60 年中，小企业股票元月份的平均升幅为 6.86%，其他股票只有 1.5%。

小企业股票是 1992 年我选股的重点。但在探寻这块宝地之前，我先把注意力转向 1991 年我向《巴伦》推荐的股票。

关注一定数量的企业，并把自己的交易限制在这类股票上面，是一种很好的策略。每买进一种股票，你应当对这个行业以及该公司在其中的地位有所了解，对它在经济萧条时的应对、影响收益的因素都要有所了解。

有时候某些不确定因素等导致市场下跌，这是不可避免的；这时你中意的股票再次成为廉价股票，正可趁机增加投资。

不断地买进卖出，并忘记买卖过哪些公司股票的做法看来很难成功，虽然很多投资者仍在这么做；他们希望把从前的股票抛诸脑后，因为这些股票留下了痛苦的回忆：他们或者因为卖得太迟而赔钱，或者因卖得太早而赔钱，不论哪种情况，总之是不愿想起的事情。

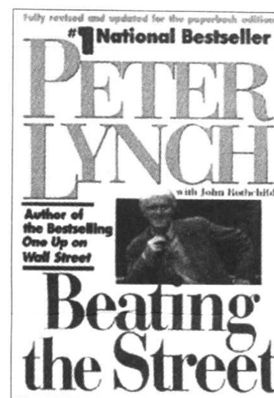
我知道有些人阅读股票行情时以手遮眼，为的是避免看到沃尔一马特股票价格上涨一倍，因为他已经卖掉了这个股票。看到自己卖掉的股票价格翻倍是一种感情上的刺激，投资者必须训练自己克服这种病态的情绪。

接管麦哲伦之后，我被迫重新关注买卖过的股票，否则就没有股票可买。

这段经历使我明白，投资不是毫无关联的事件，而是像一部情节连贯的小说，需要不时往回翻以理解新的情节。只要企业没有破产，故事就不会结束。某只股票你 10 年前曾经买过，或 5 年以前买过，可能仍然值得再买。

我有一些大笔记本记录了我以前买股的情况，包括从季度或年度报告摘记的重要细节，加上最后一次买进或卖出的原因。在去办公室的路上，或晚上呆在家里，我会翻看这些记录，就像有些人翻看从前的情书一样。

这一次，我回顾了 1991 年我推荐的 21 只股票的情况，它们在该年的市场上表现出色。标准普尔指数上升了 30%，我推荐的这些股票至少上升了 50%，包括凯伯



《战胜华尔街》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

保险、雪松娱乐、绿田购物、锐步鞋业、森信银行以及5家储贷社等，还有美国联邦国民抵押协会，这是我最喜欢的股票。

我浏览这些笔记并注意到几处重要的变化，绝大多数都是价格已经上涨，这倒不是不再推荐的理由，但多数情况下，意味着这只股票不再是廉价的。雪松娱乐中心股票就是其中之一。1991年我注意到它，是因为它的高收益率(11%)；当时的股价不到12美元。一年之后，价格上升到18美元，在这个价位上收益率下降到8.5%，这个比例也相当不错，但不足以令我把更多的钱投进去。我需要找到该公司收益能够增长的线索，但没有找到；于是我想最好在别的股票上寻找机会。

我对其他20家公司作了同样的检查。绿田购物的股票也被我否定了，因为我在最新的季度报告上看到一段话。我向来认为季度报告这样的小册子多花点精力非常值得。从季度报告上了解到，拥有长岛购物中心的该公司，最近正讨论是否按惯例提高季度分红。

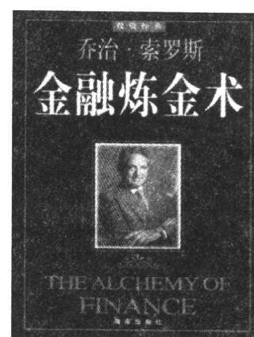
绿田购物公司上市6年来每季度的分红都在提高，因此，为了省下10万美元而中止这个惯例，我看是短期有麻烦的信号，如果一家公司有增加分红的传统而突然因为资金的缘故不再增加了，那么，这是一个值得注意的警告。1992年7月，绿田购物公司不仅没有增加分红，反而大幅度降低了分红。

可口可乐的股价下跌了，已经不贵，但是它的经营前景看起来更加黯淡，所以我否定了这只股票。

美网联邦国民抵押协会的股票价格上涨，价格不菲，然而其前景却更为灿烂，于是我连续第7年把它列入买进名单。

某只股票比以前便宜不能成为买进的理由，同样仅仅因为它比以前贵就卖掉也不是理性的方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《金融炼金术》

【美国】乔治·索罗斯（1930～ ）

在投资活动中，我发现金融市场的运作依据有点接近于自然科学的方法，作出一项投资决策就像是系统地陈述一个科学假说并将其付诸实际检验，主要区别在于构成投资决策基础的假说是为了赚钱，而不是建立一种普遍的概括。两项活动均涉及有意义的冒险，成功则带来相应的回报——金钱的或科学的。采取这种观点就有可能把金融市场看成是检验假说的实验室，尽管不是严格意义上的实验室，其真谛在于，成功的投资是一种炼金术。大多数市场参与者并不以这种眼光来看待市场，这意味着他们不知道正在检验的假说是什么，还意味着大多数付诸市场检验的假说都是相当平庸的，通常不超出某一特殊股票的收益将会超出市场平均值之类断言的范围。比起其他投资商，我具有某种优势，因为我至少对于金融市场的运作方式拥有自己的见解，然而，如果我声称总是能够根据自己的理论框架构造有价值的假说，那就是在说谎。有时并不存在反射过程，有时我又未能觉察，此外，最令人痛心的是，有时我搞错了，往往在缺乏合用假说时却不得不介入投资，其效果自然无异于随机漫步了。幸运的是我在金融市场中与反射过程很合拍，我的主要成功就来自于利用反射过程所呈现的机会……

对冲基金的操作最充分地得益于我所经受的生存训练。情况良好时，使用杠杆方法可以获得第一流的收益，但交易过程不合预期时也会毁掉你。最难的事情之一是判断安全的风险水平，没有普遍有效的标准，每一种情境都要根据它本身的价值来判断，总之，你必须依靠自己的生存本能，这样，对冲基金的管理业务就把我的抽象兴趣同实际技能结合起来了。在金融市场的游戏中我并不遵守某一套特定的规则，我更感兴趣的是弄清游戏规则的变化。开始是与个别公司有关的假说，随着时间的推移，我的兴趣愈加转向宏观经济的主题，这部分地归因于基金的增长，部分地归因于宏观经济环境日渐加深的不稳定性。例如，汇率直到 1972 年以前都是固定的，但后来却成为投机者的赚钱天堂。

——引自《金融炼金术》



在美国华尔街流传着这样一种说法：在美国总统雕像山的对面，另有一座山，将献给世界最伟大的投资经理人。山顶将首先刻上两座雕像，那就是沃伦·巴菲特和乔治·索罗斯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

乔治·索罗斯号称"金融天才"，几十年来，他纵横全球金融市场，操作避险基金，狙击英镑、泰铢、港元，进出各国股市，斩获甚丰，成为全球知名的亿万富翁。也许有的投资者也会有一两年取得惊人业绩，但像索罗斯那样几十年一贯表现出色，却非常难得。他虽然也曾经历过痛苦的失败，但他总能跨越失败，从跌倒的地方再站起来，而且会变得更加强大。他就像金融市场上的"常青树"，吸引着众多的渴望成功的淘金者。也有人将索罗斯称为"金融杀手"、"魔鬼"。他所率领的投机资金在金融市场上兴风作浪，翻江倒海，刮去了许多国家的财富，掏空了成千上万人的腰包，使他们一夜之间变得一贫如洗，故而成为众矢之的。不管是被称为金融奇才，还是被称为金融杀手，不容置疑，他都是一个极具影响力的人。其1969年建立的量子基金以平均每年35%的综合成长率令华尔街同行望尘莫及。他好像具有一种超能的力量左右着世界金融市场。他的一句话就可以使某种商品或货币的交易行情突变，市场的价格随着他的言论上升或下跌。一名电视台的记者曾对此作了如此形象的描述：索罗斯投资于黄金，正因为他投资于黄金，所以大家都认为应该投资黄金，于是黄金价格上涨；索罗斯写文章质疑德国马克的价值，于是马克汇价下跌；索罗斯投资于伦敦的房地产，那里房产价格颓势在一夜之间得以扭转……

索罗斯成功的秘密是许多人都急切地想知道的，但由于索罗斯对其投资方面的事守口如瓶，这更给他蒙上了一层神秘的色彩。在《金融炼金术》一书中这位杰出人士透露了使他受封为"基金经理超级巨星"的投资策略，还披露了近年来金融市场的游戏规则，只有索罗斯才能就如此复杂的事态做出透彻的分析。

索罗斯不仅是金融家，也是思想家，他的充满哲学观点的著作《金融炼金术》则被公众当成投资指南。该书是索罗斯的投资日记。读者可以从中欣赏到索罗斯如何分析个股、如何把握市场转变的时机、如何面对不利的市场行情并及时调整对策，从而在风云变幻的金融市场中立于不败之地的精彩艺术。





1997年从东南亚开始的金融风暴使国际金融大炒家乔治·索罗斯名噪一时，他的著作和理论一下子受到了广泛的关注。学习索罗斯成为不少人的追求和梦想，而索罗斯多年投资的经验在他的代表作《金融炼金术》里得到了完全的展现。

《金融炼金术》是有关市场的经典作品，它成为投资者人手必备，书中乔治·索罗斯传奇式的经历亦被投资者仰慕和传颂。在《金融炼金术》一书中，索罗斯吸收了物理学家海森堡的"测不准原理"、哲学家卡尔·波普的"经验证伪原则"和经济学家卢卡斯的"合理预期"理论的内容，并且对其加以糅合，从而形成独树一帜的证券市场理论。

海森堡的"测不准原理"告诉我们，在微观世界中观测者和被观测对象之间存在着相互作用和影响，因此不可能对被观测对象的多个参数同时获得完全准确的测量结果。索罗斯将他控制的投资基金取名为"量子基金"，就与他信服海森堡的理论有关（另一个含义是，期望他的基金将像原子分裂一样增值）。波普认为，我们对我们所居住世界的了解在本质上是不完整的。这种不完整，归因于我们是这世界的一部分，我们同时在了解和改造世界。卢卡斯则认为，人们对经济生活的前景的"预期"是能够改变经济活动的方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

向的，使预期成为现实，从而证明当初的预期是合理的。

索罗斯理论的基础是他的“反射论”：人们的思想反映现实，但是同时又在作行动的决定，这些决定恰恰又在改变现实。传统的观点认为，反映是一种被动的过程，而参与是主动的过程，两者互不相干。索罗斯则认为，这两种过程是同时进行的。在证券市场，市场的动向影响着市场参与者的认识，而参与者的看法和决定又在影响市场。他的观点是“人们不能臆断，供求只取决于与市场参与者的期望毫不相干的外部力量”，这种双向的联系被索罗斯称之为“反射论”。

从这个观点出发，索罗斯又提出了他的“市场错误”理论，认为市场价格在绝大多数情况下没有正确反映现实。他不同意传统经济学关于可以对市场获得完整的认识的所谓“有效市场”的观点。他认为“有效市场”仅仅只是一种理论上的假设。但是索罗斯的理论不是简单的消极的“不可知论”。第一，他认为对市场做出大致正确的判断还是可能的，但这只有极少数人能够做到。事实上他的几次大的投机成功，就是建立在他对市场的正确判断之上的。第二，他又认为，即使是与事物不完全相符的认识，照样可以在影响和塑造事实方面起到作用。因此他认为，我们不应当追求不可能达到的“完美认识”，而应当分析不完全的认识在市场中发生作用的过程，并且加以利用。

索罗斯在此基础上，进一步提出了他的“自我强化”理论。索罗斯认为投资者对股票开出的价格，不仅仅是他们对股票价值看法的被动的反应，同时也是影响股票价值的积极的因素。人们对股票的出价通常是错误的，然而事实却是：并不是眼前的期望符合未来的事件，而是未来的事件为眼前的期望所影响。因为这种错误会反过来影响市场，使得原先的看法显得相当的准确。例如以外汇为例,当人们对某个国家的货币丧失信心的时候，人们纷纷开始抛售该国货币，造成该国本币汇率下跌和外币汇率上涨；于是该国市场上的进口商品带头上涨，并且带动其他商品价格上涨，结果导致通货膨胀。当初认为货币要贬值的看法不管当时本身对不对，现在都被市场所证实了。又如，当人们认为一家公司股票的价格要下跌时，纷纷抛出股票，造成这家公司信誉丧失、经营状况恶化，于是当初认为其股价要下跌的期望也就成为正确的了。索罗斯说：“这种现象为‘自我强化’，即最终将成为自我拆台的连锁反应。”

从思维观念和积极参与的各种社会活动来看，索罗斯更像是哲学家而非金融投资家，其著作则更具有哲学特色而非单纯的投资技术指导，《金融炼金术》是阐述金融领域中思维与实在关系的哲学著作，被奉为金融投资技术经典之作。



一个痛恨投机的投机家



大众传媒提到索罗斯的时候，前面经常加上个诨号叫“金融大鳄”。这很容易给人一个印象，索罗斯是个唯利是图的家伙，甚至是大魔头一类的人物。几年前亚洲金融危机正严重的时候，马来西亚总理马哈蒂尔公开指责索罗斯窃取了马来西亚人民的财富。在这场危机中，传媒对索罗斯最好的评价大概是“苍蝇不叮无缝的蛋”。亚洲国家的经济体制和政策是不是“无缝的蛋”尚有争论，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

索罗斯是“苍蝇”这事好像已经铁板钉钉了。等到我拜读完索罗斯的大作《金融炼金术》之后，发现索罗斯完全不是媒体描写的那个样子。

索罗斯在《金融炼金术》一书中致力于阐述他自己的理论：反射论。索罗斯从他的老师波普那里汲取了一个重要的科学哲学原理：对于科学方法来说，完备的知识是不可企及的，科学家们的工作就是不断检验似真的假说并提出新的假说。但是索罗斯并不同意他的老师所阐述的“科学统一性原则”。这一原则认为，自然科学和社会科学使用同样的方法和标准。索罗斯认为，自然科学和社会科学的研究对象存在着根本的区别。自然现象属于一个世界，科学家的陈述属于另一个世界。自然现象可以充当独立的客观标准，科学则依此判断其陈述的真理性或有效性。但在社会科学中，不存在这样的客观标准。由此他提出了自己的反射论：由于不完备理解的问题，事件的参与者会形成固有偏见，他们根据这个固有偏见做出的决策会影响事件本身的发展进程。事件的参与者与事件本身构成一种被索罗斯称为反射的关系。在这里，不会有均衡的结果，只有一个永无止期的变化过程。反射论是一个立意甚高的理论，它所要批判的对象是主流经济学，甚至是现在所有的社会科学。索罗斯甚至认为，“社会科学”一词本身就是一个错误的隐喻，在这个领域里，只有炼金术。

书中还有个非常有趣的“悖论”。索罗斯写道：“跨越国境的国际资本转移深受欢迎，应予鼓励，但投机资本的运动具有累积不稳定的危害，有必要建立一个令投机行为无利可图的体系。”众所周知，索罗斯是管理投机资本最出色的基金管理人，但他竟然主张完全遏制投机行为，真是颇为奇怪。但仔细想一想也不奇怪。一个唯利是图、贪得无厌的人怎么可能在金融市场上取得如此出色的成绩呢？这种人太多了。“玩火者必自焚”，他们都被金融市场吞噬了。只有索罗斯深知我们现在的金融体制的缺陷，这才使他成为最出色的投资家。

索罗斯本人希望以伟大的经济学家甚至是科学家的身份名垂青史，但他这方面的贡献并没有得到应有的评价。传媒认为索罗斯只是个“失败的哲学家”，这可能很不公平。索罗斯对抗的是整个的经济学界甚至是社会科学界。如果他成功了，他就是哥白尼或伽利略那样一流的人物。但是单凭《金融炼金术》这一本书还不够，虽然这本书对主流经济学和社会科学的批判有足够的分量，但他的反射论本身的建设还远远不够。书中只有关于这个理论的轮廓的大致阐述，不足以和汗牛充栋的主流经济学、社会科学理论相抗衡。

索罗斯的财富金言

1. 最重要的是人品。金融投机需要冒很大的风险，而不道德的人不愿承担风险。这样的人不适宜从事高风险的投机事业。任何从事冒险业务却不能面对后果的人，都不是好手。在团队里，投资作风可以完全不同，但人品一定要可靠。

2. 判断对错并不重要，重要的在于正确时获取了多大利润，错误时亏损了多少。

3. 当有机会获利时，千万不要畏缩不前。当你对一笔交易有把握时，给对方致命一击，即做对还不够，要尽可能多地获取。

4. 如果操作过量，即使对市场判断正确，仍会一败涂地。

5. 承认错误是件值得骄傲的事情。我能承认错误，也就会原谅别人犯错。这是我与他人和谐共事的基础。犯错误并没有什么好羞耻的，只有知错不改才是耻辱。

6. 当你有机会扩张时，千万不要畏缩不前。如果一开始你就获得丰厚利润，你应该继续扩大。

7. 人对事物的认识并不完整，并由此影响事物本身的完整，得出与流行观点相反的看法。流行的偏见和主导的潮流互相强化，直至两者之间距离大到非引起一场大灾难不可，这才是你要特别留意的，也正是这时才极可能发生暴涨暴跌现象。

8. 永远不要孤注一掷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《金融炼金术》只是一个起点。也许在百年或千年之后，人类除了科学这种认识世界的方式之外，还有索罗斯开创的炼金术。（王向阳）



思想追求上的新起点

由于偏见是无法量化的，市场的变化结果也是无法量化或精确预期的。从事态发生的原因分析到发生具体事件的过程判断，在《金融炼金术》一书中，索罗斯得出这样的结论：金融市场实际上是一个历史进程，是偶然事件，既不可逆又不可量化。他预测市场的方法是为适应这样的市场特征而设计的，他不相信在金融市场中存在一个像卡尔·波普 D－N 模式（逻辑上的演绎模式）那样的普遍有效的预测模式。在一个不可逆、不确定、不可量化的市场面前，索罗斯称他的预测是尝试性的，所进行的投机活动是一种实验，因此他的预测活动几乎是定性的和互为因果的，而他的投机活动总处于根据变化所做的动态调整中。

从注意市场中的反射现象到运用反射论分析市场，索罗斯经历了思想认识上从不成熟到成熟的过程。事实上，历时实验的成功证明了反射论的有效性，而且在《金融炼金术》一书的写作过程中，作者的反射论已经日臻成熟。结合索罗斯整个金融投机生涯，从 1985 年 8 月至 1986 年 11 月历时一年多的实验也正是量子基金发展的一个辉煌期，该书选择这个时期作为例证，其意义已不仅仅是实验反射论的有效性，意义还在于：将一个脑子里充满思辨、投机技巧娴熟、正走向辉煌的大投机家形象活生生地存留在书中。

在历时一年多的实践中，索罗斯要告诉投资者的不仅仅是反射性分析得到正确验证，更重要的是如何获得最大的成功。一方面他密切注意市场变化，另一方面对量子基金进行战略和战术上的部署，既要进行投资组合突出资金安全性又以进行杠杆操作充分发挥效益，将宏观经济和微观经济巧妙结合在一起，这是索罗斯这一时期分析思想及具体操作方面的特征。现在，我们看一下索罗斯对当时的金融形势分析。

1982 年里根政府实施计划：减税和扩大国防开支用于“星球大战”，这两项计划造成庞大的预算赤字。

根据供应学派理论，减税效果有二：一是可以刺激投资，二是可以刺激消费，在投资没有相应扩大的情况下出现通货膨胀。在这样的财政政策之下，很难达到预算平衡目标，为弥补预算赤字，进一步提高利率水平成为必然选择，同时，受制于货币主义抑制通货目标，美国经济终于出现严重衰退。这迫使储备局做出放松货币供应的决定，从此预算赤字和经济齐飞，美国也开始了在强劲经济、强势货币、庞大赤字和巨额逆差相互加强的无通货膨胀下的经济增长。1984 年美国大选之后，美国的财政政策必然要发生一些变化，削减赤字和放松货币成为共识。但是，美元贬值因程度不同会出现两种截然不同的结果：一是美元贬值 25%，在轻度通货膨胀下经济恢复增长，美元触底反弹；二是美元严重贬值，恶性通货膨胀，造成经济全面衰退。索罗斯倾向于认为第一种情况出现的可能性最大，因此做好投机的准备。

此次美国财政政策的变化影响力波及深远，既影响美国股市、债市，又影响到国际外汇市场。索罗斯认为这是一次大机会，他决定进行全方位投机，同时投资于股市、汇市、债市等，资金按比例分两个部分使用，一部分用于股票投资，另一部分用于杠杆操作，主要投资于汇市、石油、指数期货等金融和商品衍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

生品市场。与预期市场相适应，1985年8月索罗斯陆续买入美国股票、指数期货、长期国债、日元、相关货币和卖出美元、石油等。至1985年12月标志历时实验第一阶段结束，期间市场虽有波动，但基本上与索罗斯的预测吻合，索罗斯获得了成功，除石油期货稍有亏损外，其余投资都是盈利的，总计量子基金市值增长37%。

从1986年1月到7月，索罗斯将此期间视为控制对照阶段，根据市场变化调整投资头寸。在预期和投资组合被证实正确的情况下，索罗斯加大了各个市场的仓口，并根据市场实际加大了指数期货的短线炒作，逐步买入美元并将相关货币获利平仓，量子基金的市值进一步扩大，至7月份量子基金市值又增长超过50%。

从1986年7月起索罗斯开始历时实验第二阶段。这个阶段标志着他判断市场思想的变化，确切地说他不能确定市场是否继续涨势还是开始逆转，两种对立思想同时存在于他的脑海中。最后，索罗斯预期市场将转势以致崩盘，为此他采用相应的投机策略。这一阶段与第一阶段合在一起，构成了索罗斯实验大起大落模式的整体。

在《金融炼金术》中，索罗斯不介意把自己认识市场的成果及经验与广大投资者分享，因为他在做更重要的事情，他要参与社会历史进程的变革。由于他的市场分析方法适合于宏观经济政治等方面分析，再加上在金融投机上获得成功的影响，索罗斯开始热衷于社会理论和金融改革理论的构建。因此，某种意义上说，《金融炼金术》既是他多年金融投机经验的理论概括，也是他思想追求上的新起点，是他对以往主要思想活动的告别形式。（张天明）



走在股市曲线前面的人



乔治·索罗斯可称是当今世界上最富传奇色彩、最具个人魅力的超级金融大亨。这位有史以来知名度最高和最具传奇色彩的金融大师，是世界上最成功的证券投资人之一，拥有着资本领域里最多的头衔，有人说他是“金融奇才”、“金钱魔术师”、“资本的舵手”、“最伟大的慈善家”，无数投资者对他崇拜，着迷，唯其马首是瞻。

乔治·索罗斯1930年生于匈牙利布达佩斯的一个中上等级的犹太人家庭，出生时的匈牙利名字叫吉奇·索拉什，后改为英文名乔治·索罗斯。乔治·索罗斯的父亲是一名律师，性格坚强，极其精明，他对幼时的索罗斯的影响是极其深远的。他不仅教会了索罗斯要自尊自重、坚强自信，而且向其灌输了财富太多对人是一种负担的观点。索罗斯在以后的生活中，不太重视积累财富，而是将亿万家财投入慈善事业，这不能不说是得益于其父亲的影响。

索罗斯在少年时代就显出与众不同，他个性坚强，在运动方面比较擅长，尤其是游泳、航海和网球。他还是各种游戏的常胜将军。索罗斯的童年是在父母悉心关爱下度过的，非常幸福。但到了1944年，随着纳粹对布达佩斯的入侵，索罗斯的幸福童年宣告结束了，随全家开始了逃亡生涯。那是一个充满危险和痛苦的时期，全家凭着父亲的精明和坚强，靠假身份证和较多的庇护所才得以躲过那场劫难。这场战争给索

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

罗斯上了终生难忘的一课：冒险是对的，但绝不要冒毁灭性的危险。

1947年秋天，17岁的索罗斯只身离开匈牙利，准备前往西方国家寻求发展。他先去了瑞士的伯尔尼，后又去了伦敦。他原以为在伦敦他会有很好的发展，但很快他就发现这种想法是多么的错误。他在伦敦不名一文，只能靠打一些零工维持生计，生活毫无乐趣可言。索罗斯再也无法忍受处于社会底层的生活，一年以后，他决定通过求学来改变自己的境况，于1949年开始进入伦敦经济学院学习。

在伦敦经济学院，索罗斯虽然选修了1977年诺贝尔经济学奖获得者约翰·米德的课程，但他本人却认为并未从中学到什么东西。在索罗斯的求学期间，对他影响最大的要数英国哲学家卡尔·波普。卡尔·波普鼓励他严肃地思考世界运作的方式，并且尽可能地从哲学的角度解释这个问题。这为索罗斯建立金融市场运作的新理论打下了坚实的基础。

1953年索罗斯从伦敦经济学院硕士毕业，进入伦敦金融机构寻找工作，但在那种裙带关系的金融圈，他根本找不到工作。索罗斯的第一个工作是做一个商业批发公司的业务代表，后来一家匈牙利人管理的金融公司聘用了他，不过，最终他还是被解雇了。1956年索罗斯怀揣自己挣的5000美元到了纽约。到纽约后他一开始在金融圈做套利商和欧洲市场分析。当时的美国市场和欧洲市场都相对封闭，很少美国投资者会关心欧洲市场的情况。1967年，索罗斯成立了一家私人募集合伙基金，当时资本额约400万美元，叫做双鹰基金，这即是量子基金的前身。1973年，索罗斯把双鹰基金改名为量子基金，资本额约1200万美元。也就在此时，索罗斯遇到了最为成功的合伙人之一——吉姆·罗杰斯。有了罗杰斯精确的分析加上索罗斯独一无二的决策，量子基金突飞猛进，一日千里。

20世纪70年代后期，索罗斯的基金操作得十分出色。他说：“我和基金融为一体，它因我而生，我和它生活在一起，睡在一起，它是我的情妇。”有了这样的“情人”，索罗斯的婚姻自然就出现了裂痕。1978年，他与妻子分居，与孩子的关系也日趋冷淡。1980年，由于意见分歧，最初的合伙人吉姆·罗杰斯离开了“量子基金”，骑着摩托车去周游世界。索罗斯先把基金分散成很多基金，然后发包给其他的经理人，自己变成基金监督者，但这种试验并没有很好的成效。1984年，索罗斯不再将基金发包给别人，决定自己重新回到投资事业，开始组建自己的管理团队。

在最初投资过程中，索罗斯并没有放弃著书立说的梦想，后来出版了他在金融领域的重要著作《金融炼金术》。1988年就是这本《金融炼金术》吸引了索罗斯一生中另一个重要伙伴加盟，这就是斯坦利·德鲁肯米勒。德鲁肯米勒协助索罗斯1992年成功地狙击英镑，净赚10亿美元，1997年狙击泰国、马来西亚、印尼、香港等国家和地区的货币掀起亚洲金融风暴，量子基金的规模和投机活动也达到顶峰，索罗斯成为震惊世界的风云人物。从1956年索罗斯从英国带着自己投资赚回来的5000美元来到美国，开始建立自己的投资王国，现在量子基金已高达200多亿美元，同时在过去的30多年中，一直保持着相当高的回报率，被称为是金融界的奇迹。索罗斯的薪水至少要比联合国中42个成员国的国内生产总值还要高，这是对他金融才能的充分肯定。



乔治·索罗斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二章 股票市场中的反射



我将从股票市场谈起，试图展开一种反射的理论。这是因为：一则，作为拥有近25年资历的投资商，我最熟悉的就是股票市场；二则，股票市场提供了一个优越的实验场所用于检验理论，在股票市场中，变化是以定量语言表达的并且易于获取资料，甚至连参与者的观点也可以通过经纪人的报告一目了然。最为重要的是，我已经在股票市场中实地检验了我的理论，至少可以贡献出一些有趣的研究案例。

诚如我在导论中所提到的，反射思想的发展最初并未同我在股票市场中的活动联系起来，反射理论始于抽象的哲学思辨，后来我逐渐地发现了它同股票价格行为的相关性。在我所期望的抽象层次上，我的理论表述还是极不成熟的，在我的生活中，作为哲学家的失败和作为投资家的成功形成了突兀的对照。本书的叙述将逆溯思想发展的线索，我希望这样做可以使我们不至于迷失在过于幽深的抽象探讨之中。

从股票市场中谈起的另一个原因，是股票市场能够提供研究反射现象的最佳切入点，股票市场和任何市场一样满足充分竞争理论的标准：一个中央市场，同质的产品，低廉的交易和运输成本，便捷的通讯系统，足够数量的参与者以保证没有人能够在日常的交易过程中左右市场价格，对内部交易的控制规则，以及向所有参与者开放有关信息的特殊保障，还能要求什么更好的条件呢？要是有什么地方能够实践充分竞争理论的话，股票市场无疑是最合适的。

问题在于，我们未能发现存在着任何均衡点，或者哪怕是价格朝向均衡点的运动趋势的经验证据，因此，均衡概念的最高评价也不过是毫无用处，如果挑剔一点，应该说它根本就是误人之见。无论选择多大的时间跨度作为观察的周期，经验证据均表现出固执的价格涨落。当然，被假定为反映在股票价格中的基本状况也在不断地变化，但是，在股票价格的变化和基本状况的变化之间，难以建立起任何稳定的相关关系，勉强建立起来的无论何种关系都是人为的而非观察的成果。如果我打算应用反射理论批判古典经济学执迷于均衡观念的错误，那么，不会有比股票市场更好的例证了。

关于股票价格的波动，现行的理论多似是而非，它们对场内的交易者谈不上有什么帮助，我甚至并不很了解这些理论，没有它们我也照样过得去，仅此一点即足以说明问题。

大致上，有关理论可以归入两个类型：基础性的和技术性的。最近，随机漫步理论开始流行起来，这个理论坚持认为市场将一切未来的发展充分地作了贴现，以至于个别参与者超越或低于市场（平均获利能力）的机会是均等的。这一观点为日益增多的投资于指数基金的机构作了理论证明，它的错误甚至不值一提——我本人在十二年的时间里持续取得超出市场平均水平的业绩，仅此一端即足以证明其荒谬。投资机构可能是经过慎重考虑后才投资于指数基金的，这样可以避免具体的投资决策，但他们之所以如此是因为自己的业绩表现不佳，不能以此证明市场平均水平是无法超越的。

技术分析派研究市场变化和股票的需求与供给的模式。它的长处在于判断事件的概率而不是作出实际的预言，就本书讨论的主题而言，它并没有特别的价值。这一派谈不上有什么理论，无非是股票价格由供求决定、过去的经验同未来的市场表现具有相关性之类的老生常谈。

相比之下，基础性分析要有趣得多，它是均衡理论的产物。股票被假定为具有真实的基本的价值，这一价值不一定等于其市场价格。股票的基本价值或者决定于其基本资产的赢利能力，或者决定于同其他同质股票的比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价，在任何一种情况下，都假定股票的价格在一个时段里趋向于基本价值，从而为基本价值的分析提供一个有用的投资决策的指标。

值得重视的是该方法中的假设，股票价格和该公司的经营状况之间的联系是正相关的。公司的经营状况决定了——尽管可能存在滞后——在股票市场上交易的各种股票的相对价值，而股票市场的行情变化左右公司经营状况的可能在这一方法中却未予以考虑。这一点同价格理论很相近，无差别曲线形状确定了消费的相对总量，市场影响无差别曲线形状的可能却被忽略了。这种相似当然不是偶然的，基础性分析是以价格理论为基础的。这一遗漏在股票市场中的影响比在其他市场中要大得多，股票市场上的估价是影响股票潜在价值的直接方法：股票、期权的发行和回购，各种公司交易——兼并、收购、上市、私有化等等。股票价格可以影响一家公司的地位，更微妙的方式还有信用评级、消费者接受程度、管理者信誉等等，这些因素对股票价格的影响当然得到场内人士的充分承认，奇怪的是，股票价格对这些因素的影响却为基础性的方法所忽略。

交易价格和基本价值之间的差别，可以归因于尚未认清的、但已经为股票市场所正确预见了的该公司的未来变化。基础分析派认为，股票价格的变动准确地预报了公司未来经营状况的变化。关于如何利用这一点对公司（市场、股票价格等等）的未来的发展进行贴现的问题，目前尚在争论中，尽管理论上还有待于证明，但这并不妨碍他们假定市场可以准确地作出这类预报，我们可以将这种想法简化为一个口号：市场永远是正确的。这个主张深入人心，连反对基础分析的人士也点头称是。

对于上述问题，我的观点刚好相反。我不相信股票价格是潜在价值的被动反映，更不相信这种反映倾向于符合潜在的价值。我坚决主张市场的估价总是失真的，不仅如此——这是对均衡理论的决定性背离——这种失真具有左右潜在价值的力量。股票价格不是单纯的被动的反应，它在一个同时决定股票价格和公司经营状况的过程中发挥着积极的作用，换言之，我将股票价格的变化看成是一个历史过程的一部分，并且我着重于考察参与者的期望和事件过程的相互影响，以及这种影响作为因果因素在这一过程中所起的作用。

为了解释这一过程，我将以上述的相互影响所造成的差异作为出发点。我不排除事件实际上存在着与人们的预期取得一致的可能，但却将此视为特例。用市场术语来说，我认为市场参与者总是表现为这样或那样的偏向性。我不否认市场时常显示出神奇的预示或预期功能，但这可以解释为参与者的偏向对事件过程的影响，例如，人们普遍相信股票市场预期了萧条，实际上应该说它促成了预期中的萧条成为现实。这样，我就用另外两个主张取代了“市场永远正确”的迷信：

1. 市场总是表现出某种偏向
2. 市场能够影响它预期的事件

这两个主张结合起来解释了为什么市场似乎经常能够正确地预期未来事件。以参与者的偏向作为出发点，我们可以试着建立起参与者的观点和他所参与的情境之间相互作用的模型，难点在于，参与者的观点是所参与的情境的一部分。研究如此复杂的情境，我们必须采取简化的方法，参与者的偏向就是这样一个简化的概念，现在我想更进一步，引入主流偏向的概念。

市场中存在着为数众多的参与者，他们的观点必定是各不相同的，其中许多偏向彼此抵消了，剩下的就是我所谓的“主流偏向”。这个假设并非对所有的历史过程都合适，但的确适用于股票市场和其他市场，因为它们相交于一个共同点，即股票的价格。在其他历史过程中，参与者的观点过于分散，无法总合，主流偏向只能是一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

象征性的概念，可能不得不引入其他模型，但在股票市场中，参与者的偏向在股票买进和卖出交易中找到了表达形式。其他条件相同时，正的偏向导致价格上涨，负的偏向导致下跌，因此，主流偏向是一种可观察的现象。

其他因素各个不同，我们需要对“其他因素”了解得更多些以建立我们的模型。在此我将引进第二个简化概念。假定存在着一个无论投资者是否意识到都将影响股票价格变化的“基本趋势”，其对于股票价格的影响及程度，视市场参与者的观点而定，绝非一成不变。以这两个概念作为基础，就可以把股票价格的运动趋势拟想成“基本趋势”和“主流偏向”的合成。

这两个因素如何相互作用呢？请读者回忆一下前边提到的两种函数关系：参与函数和认识函数。基本趋势通过认识函数影响参与者的认知，认知所引起的变化又通过参与函数影响情境。在股票市场中，首当其冲受到影响的就是股票价格，股票价格的变化又反过来对参与者的偏向和基本趋势同时施加影响。

存在着一种反射的关系，其中股票价格取决于两个因素——基本趋势和主流偏向——这两者又反过来受股票价格的影响。股票价格和这两个因素之间的相互作用不存在常数关系：在一个函数中的自变量到了另一个函数中就成为因变量。常数关系不存在，均衡的趋势也就无从谈起。市场事件的序列只能解释为历史性的变化过程，其中没有一个变量——股票价格、基本趋势、主流偏向——可以保持不变。在一个典型的市场事件序列中，三变量先是在一个方向上，接着又在另一个方向上彼此加强，繁荣与萧条的交替，就是一个最简单而又最熟悉的模式。

首先，定义几个概念。如果股票价格的变化加强了基本趋势，我们称这个趋势为自我加强的，当它们作用于相反的方向时，则称之为自我矫正的。同样的术语也适用于主流偏向，可能自我加强，也可能自我矫正。理解这些术语的意义是很重要的，当趋势得到加强时，它就会加速，当偏向得到加强时，预期和未来股票价格的实际变化之间的差异就会扩大；反之，当它自我矫正时，差异就缩小。至于股票价格的变化，我们将它们简单地描述为上升的和下降的，当主流偏向推动价格上涨时，我们称其为积极的；当它作用于相反的方向时，则称为消极的。上升的价格变化为积极的偏向所加强，而下降的价格变化为消极的偏向所加强，在一个繁荣／萧条的序列中，我们可以指望找到至少一个上升的价格变化为积极偏向所加强的阶段和一个下跌的价格变化为消极偏向所加强的阶段。同时一定还存在着某一点，在这一点上基本趋势和主流偏向联合起来，扭转了股票价格的变化方向。

现在已经可以建立一个初步的繁荣和萧条的交替模型了。首先假设存在着尚未意识到的基本趋势——尽管不能排除未反映在股票价格中的主流偏向存在的可能性，这意味着，主流偏向在开始时是消极的。起初是市场参与者意识到了基本趋势，认识上的变化将（通过投资决策）影响股票的市场价格，股票价格的变化可能影响也可能影响不了基本趋势，在后一种情况中，问题到此为止，无须进一步讨论，在前一种情况里，我们进入了自我加强过程的起点。加强的趋势可能在两个方向上左右主流偏向，它将导致进一步加速的预期或矫正的预期。如果是后者，经过股票价格变化的矫正，这个基本趋势可能继续也可能终止；如果是前者，则意味着一个积极的偏向发展起来，它将引起股票价格的进一步上涨和基本趋势的加速发展。只要偏向是自我加强的，预期甚至比股票价格还要升得快。基本趋势愈益受到股票价格的影响，与此同时，股票价格的上涨则愈益依赖主流偏向的支撑，从而造成基本趋势与主流偏向两者同时滑入极其脆弱的状态，最后，价格的变化无法维持主流偏向的预期，于是进入了矫正过程。失望的预期对股票价格有一种消极的影响，不稳定的股票价格的变化削弱了基本趋势。如果基本趋势过度依赖股票价格的变化，那么矫正就可能成为彻底的逆转，在这种情况下，股票价格下跌，基本趋势反转，预期则跌落得还要快一些，这样，自我加强的过程就朝相反的方向启动了，最终，衰落也会达到极限并使自己重新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

反转过来。典型的情况是，一个自我加强的过程在早期会进行适度的自我矫正，如果在矫正之后趋势仍然得以持续，这一偏向将有机会得到加强和巩固，且不易动摇。当这一过程继续下去时，矫正行为就会逐渐减少，而在趋势顶点逆转的危险则增大了。

我在上面勾画了一个典型的繁荣/萧条的序列过程，它可以用两条大致同向的曲线加以描述。一条代表股票价格，另一条代表每股收益，将收益曲线拟想成基本趋势的一个标度，这是很自然的，两条曲线之间的差距则是主流偏向的标示。具体的关系当然复杂得多。收益曲线不仅融合了基本趋势，也融合了股票价格对该趋势的影响。主流偏向仅仅部分地由两条曲线之间的差距得到表示，其他部分反映在曲线本身当中。由于其表征的现象只能部分地观察到，这些概念在操作上困难极大，这也是为什么选择了可观察的和可定量的变量的原因——虽然，后面将会谈到，每股收益的可定量性是颇具迷惑力的。为了眼下的目的，我们假设投资商感兴趣的“基本因素”就可以恰当地以每股收益来衡量。



第二十章 1987年大崩盘

1987年股票市场大崩盘是一件具有历史意义的事件。我们必须回溯到1929年、1907年、甚至1893年的崩盘，才能找到可供比较者。就许多方面来说，最有关联并且最广为人知的就是1929年了。但在做比较时，我们必须注意不要将崩盘本身与其后果相混淆。

在1929年崩盘时，纽约股票市场大约跌了36%，这项数字与1987年崩盘的跌幅大致相同。随后，股价回升到其跌幅的一半，接下来的从1930年到1932年的漫长空头市场中，股价下挫了80%。空头行情配合着经济大萧条，令人不堪回首。正因为有过这段无法磨灭的噩梦，我们可以确信历史将不会重演。政府对崩盘所做的迅即反应支持了这项见解。1929年时，货币当局犯了严重错误，没有提供充分的流动资金；而今天它们犯了另一种的错误。以它们的最初反应判断，这次的危险在于，为了避免经济陷人衰退而破坏了美元的稳定，至少在大选年是如此。就技术分析面来说，1987年的崩盘与1929年的崩盘，其间存在着明显的类似。下跌的形式与幅度，甚至于每天的价格波动都非常接近。主要差别在于1929年的第一波卖压高潮出现后，凡天之内又出现了第二波卖压，将股价带到新低点。在1987年，第二次卖压并未出现，即使行情在未来再创新低，其形态也不同了。这种差别证实主管当局决心避免重蹈1929年覆辙的决心。在崩盘之初，里根总统和胡佛总统的说法十分类似，但在10月22日星期四举行记者招待会上，他已经审慎地避免了这种类似。

如同1929年的崩盘，1987年的崩盘也同样出乎意料。虽然大家都同意全球性的经济繁荣并不稳健而且无法维系，但几乎没有人能够掌握正确的时机，我也不例外。我认为股票市场崩盘会从日本开始，后来我为这一错误付出了高昂的代价。

事后回顾，我们很容易重建导致崩盘的事件序列。股票市场繁荣是流动资本促成的，而流动性不足却是崩盘的先决条件。这就一方面来说，1987年与1929年的情况十分类似：回想一下，1929年崩盘之前，短期货币市场利率曾经走高。

流动资本不足究竟如何在1987年发生，这是棘手问题，要提出明确的答案，必须做深人的研究。但是，有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一点非常明显：支撑美元的协议扮演着关键角色。在1987年2月达成卢夫尔协定后的最初几个月，美元受到封闭式干预；亦即，国内利率不许受影响。当各国中央银行发现需要吸纳的美元数量超过其所能承受的程度时，他们改变了战术。在日本首相中曾根康弘于1987年4月29日到5月2日访问华盛顿后，他们容许利率差距扩大到足以吸引民间机构愿意持有美元的水平。事实上，他们把该项干预“私有化”了。

截至目前，我们仍不清楚究竟是封闭的还是非封闭的干预导致了流动性不足。封闭性干预使大量美元流入各国中央银行的账户，而联邦储备局可能没有向国内货币市场注入等量的资金。如果情况如此，其效果在几个月之后便显现出来了。另外，也可能是因为日本与德国的货币主管当局对封闭干预的通货膨胀后果感到担心，为了控制国内的货币供给而致使全球利率上扬。

我偏向后一种解释，虽然我不排除前者也是可能的影响因素。德国以强烈的反通货膨胀偏向而驰名。日本则比较务实，在中曾根康弘返回东京之后，它实际上准许利率下跌。但是，它发现宽松的货币政策助长了金融资产与土地交易的不健全的投机行为，于是开始另做考虑。日本尝试减缓银行放款与国内货币供给的增长，但是投机行为在当时已经失控了。即使在日本央行紧缩货币供给之后，债券市场仍继续上扬。债券市场于九月份崩盘前，指标债券 #89 之收益率于五月份才下跌到2.6%。

在1987年崩盘的历史年鉴中，日本债券市场崩盘可居于各事件序列之首。9月份债券期货有相当大量的投机多头头寸无法平仓。套期交易使12月份期货随之崩跌，#89 债券的收益率在触底之前，曾经上涨超越6%。我认为债券市场崩跌会蔓延到股票市场，因为股票市场的高估比债券市场更严重，但是我错了。投机资金涌向股票市场在此弥补其所蒙受的亏损。结果，日本股票市场在10月份又创新高。

上述情况对世界其他各国产生了严重的影响。美国的公债市场倚赖日本的买盘，当日本人转成卖方，即使数量相当小，我们的债券市场便会应声下跌，其跌幅无法用经济基本面来解释。毫无疑问，我们的经济比预期更显得强劲，但动力存在于工业生产而非消费需求。商品价格呈现涨势，鼓励了存货的累积，招来了通货膨胀的阴影。对通货膨胀的恐惧只能作为债券下跌合理解释，即非根本原因。尽管如此，它仍增强了债券市场中的下跌趋势。债券疲弱扩大了债券与股票价格间的差距，这是1986年底以来的情况。

这种差距可以无限地持续下去，60年代的情况便是如此。但是，差距的扩大将创造出最终反转的先决条件。反转的实际时机取决于其他事件的凑合。以本案例来说，政治考虑扮演了主要角色：里根总统已经失去魅力，大选又逐渐迫近。决定因素则是美元新的贬值压力，股票市场内部的不稳定会将跌势转化为崩盘。

崩盘的第一声爆裂来自于著名且有广大追随者的“大师”普雷克特，他在10月6日开盘前发出空头信号，市场也应声下跌了90点。这是根本性弱势的迹象，1986年也出现类似情况，却未引发灾难式的后果。美元开始走软时，情况便逐渐恶化。在10月13日星期二，联邦储备局主席格林斯潘宣布贸易平衡账户呈现“深远的结构性改善”。但是，10月14日星期三所公布的数据却令人大失所望。美元承受了严重卖压。由于日本和德国已经调高利率，因此依据非封闭干预的原则，美国利率需要有更大的调幅。美国当局不愿意紧缩，而且在周四之前，当股市持续下跌时，据说财政部长贝克向德国施压，迫使其调降利率，以免美元进一步贬值。接着，新闻报道众议院筹款委员会将对为融资购并交易所发行的垃圾债券设定抵税的上限，于是股票市场持续加速下跌。虽然上述条款于星期五被否决，但是由于“公司事件”预期而被拉抬到高价位的股票出现了相当大的跌幅，致使用保证金从事交易的专业套利者被迫斩仓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

星期天，《纽约时报》刊载了一篇煽动性的头条文章，报道财政部官员公开倡导美元贬值，并责备德国先让股票市场下跌，而这些评论进一步导致了股价下跌。由于内部的不稳定，10 月 19 日星期一，市场势必出现卖压；《纽约时报》的文章则产生了戏剧效果，使原本所累积的不稳定更加恶化。结果是出现了有史以来的最大单日跌幅：道琼斯指数下挫了 508 点，相当于股票总市值的 22%。

从理论上说，证券组合保险、期权出售和其他顺势操作的设计，原则上可以使个别参与者以增加系统不稳定为代价来限制个人的风险。然而，覆巢之下岂有完卵。市场陷入混乱，恐慌弥漫，抵押品被迫清算，进一步地打压了市场价值。

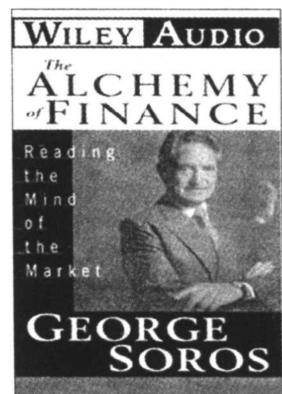
纽约股市崩盘引起了海外的回响，其他市场的崩跌又回过头来影响纽约股市。伦敦市场比纽约更脆弱，一向以稳定著称的瑞士市场甚至受到更大的打击。最糟糕的是香港，一群期货市场投机商想操纵股市在一周的其余时间停止交易，以迫使期货合约能以人为价格结算。计划失败了，投机商被一扫而空，政府被迫干预以挽救期货市场。就在这一周，香港市场停止交易，香港的卖压扩散到澳大利亚与伦敦市场。卖压在黑色星期一之后又延续了近两周的时间。其他股市不断创出新低，而纽约在起初的卖压狂潮后却未再创新低。

唯一能够幸免于崩盘的股票市场是日本市场。在黑色星期一的翌日，日本出现单日恐慌性卖压，股价锁住跌停板，成交量薄弱（在日本，每天的价格涨跌幅度受到管制）。次日早盘，日本股票在伦敦市场出现很高的价格折让。但是，在日本市场再度开盘时，大藏省拨了几个电话，卖单便奇迹般地消失了，大型机构进场积极护盘。因此，市场收复了前一天大部分的跌幅。在恐慌性卖压消退之后，股市继续缓慢下挫，适逢巨型股日本电话电报公司公开筹措 370 亿美元的资金，于是股市再度下挫，市场似乎又陷入崩盘的绝境。但主管当局再次干预，它们准许日本四大券商以自己的账户进场操作——事实上，无异于准许四大券商操控股市。

1987 年大崩盘具有两项显著的特点：纽约市场未出现第二波卖压，东京市场相当稳定。这两项特点值得进一步探索，因为它们可以为研究崩盘的后果提供线索。

1929 年崩盘的历史性意义源于它触发了经济大萧条。它发生于经济与金融权力从欧洲移转到美国的期间。权力移转导致汇率的极度不稳定，最后结果是美元取代英镑而成为国际储备货币。但是，1929 年崩盘本身在此过程中所扮演的角色并不明确。

相对地，1987 年大崩盘的历史意义在于它使经济与金融权力从美国转移到日本。在过去，日本的生产一直大于消费，美国的消费则高于生产。日本不断累积海外资产，美国则不断累积债务。在里根执政期间所采取的减税和增加国防开支（就此而言，军备也是一种消费形态）计划，使上述过程得到进一步的推动且从此之后便不断地增强。双方都不愿意承认这一点：里根总统希望国民以身为美国人为荣，并追求军事强权的幻想，其代价却是丧失了美国在全球经济中的主导地位，日本则希望尽可能在美国的庇护下发展。



《金融炼金术》
英文版封面

1987 年大崩盘显示了日本的力量，并使得经济与金融权力的转移清晰可见。日本债券市场的崩跌促使美国的债券市场下挫，并导致美国股票市场的崩盘。然而，日本却能独善其身，免于其股票市场的崩跌。最重要的是，美国的主管当局只要放弃美元保值政策就能避免第二波卖压。这便是我要求各位特别留意崩盘两项特色的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

意义所在。事实上，日本已经成为世界银行家——接受世界其他国家的存款，投资与放款给世界其他国家。美元不再享有国际储备货币的资格。

是否可以建立新的国际货币缺席而不至于引发经济大萧条，这是仍有待观察的问题。

事件的预测远比事件的解释更困难。谁能预测尚未做成的决定？虽然如此，对于已经做成的决定，我们却能评估其内涵。

1987 年大崩盘使我们的政府面临一项问题：避免经济衰退与维护美元币值，两者之间何者比较重要？大家的见解并不一致。在黑色星期一之后的第二个星期，便出现放手听任美元下跌的倾向，而财政部长贝克更在该周末做了正式的宣布。美元应声下挫，股市的第二波卖压没有出现。避免了 1929 年的错误，但我们却犯下了另一种错误。放任美元贬值的决策使我们痛苦地回忆起 30 年代的竞争性贬值，饮鸩止渴的后果是可以想象的。

美国看来有希望免于严重经济衰退，至少在短期内是如此。在崩盘前，消费者支出已经减少，而崩盘势必使消费者更加谨慎。但是，美元贬值令工业生产受益匪浅，工业的就业情况也十分强劲。预算赤字的删减幅度过小，因此不会有实际的作用。如果美国企业减少资本开支，外国企业在美国的扩张将填补空缺。所以，消费支出的下降顶多使 1988 年第一季度或上半年的经济走平。德国与日本很可能会刺激其本身的经济。结果将使世界经济自 1983 年以来的低速增长得以延续。股票市场震荡对实质经济的直接影响很可能小得令人惊讶。

问题是：导致 1987 年大崩盘的不平衡因素并未获得解决，美国的预算赤字与贸易赤字都不可能消除。崩盘的余波可能会带来短暂的平静，但美元最后还是要承受压力——或许是因为我们的经济十分强劲而贸易持续出现赤字，或许是因为我们的经济十分疲弱而需要以低利率政策刺激它。

英国在发现北海油田之前也处于类似情况。结果是“滞胀”与一连串“走走停停”的政策。我们目前的情况也是如此。主要的差别在于，美国是全球最大的经济实体，其货币仍为国际上的交易媒介。只要其币值继续不稳定，则国际金融市场便随时会发生意外。我们必须注意：虽然崩盘的先行条件是卢夫尔协定创造的，但崩盘的导火线却是美元实际上的下跌。

如果美元继续贬值，则流动资产将被迫逃到别处避难。一旦蓄积了相当的动能，即使调高利率也无法遏阻，因为美元的贬值速度将超过对其有利的利率差。最后，调高利率将导致政府当局所不愿见到严重的经济衰退。

这种现象过去曾经发生。在卡特执政的最后两年，投机资本不断流向德国与瑞士，即使资金必须支付溢价才能被接受也是如此。自从卡特总统于 1979 年被迫销售以强势货币计值的债券以来，美元贬值的压力从来没有像现在这样大。

崩盘以来，只要美元贬值，全球股市便趋软，反之亦然。信息十分清楚：美元进一步贬值将造成不利后果。政治当局似乎已经了解此项信息：所有美元贬值的议论一概停止，既然预算达成了某种妥协，于是着手重建卢夫尔协定的准备工作。这大致上取决于努力会有多成功。不幸的是，政府当局放到台面上的筹码不多：参议员派克·伍德形容预算删减“微不足道”。另外，1987 年大崩盘中实施的对策表明，政府当局对避免经济衰退的关切程度超过了稳定美元。支撑美元的重担基本上落在我们的贸易伙伴身上。

日本保护其出口市场的最佳方法是将其生产设备移往美元区，这一趋势在崩盘前便开始。许多日本企业，以汽车制造业为主，正在美国与墨西哥兴建其附属制造厂。由于股市崩盘和美元贬值，两者都使得美国资产的购置成本降低，而从海外供应美国市场则变得无利可图，因此上述过程加速进行。贸易赤字的最后解决之道将是由日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本制造业从事进口替代。第二次世界大战后，欧洲所出现的无法矫治的“美元缺口”也是如此解决。当时，许多美国企业成为“跨国的”企业，由此美国巩固了世界经济霸权的地位。同样地，在日本跻身为世界银行家与经济领导国的同时，日本的跨国企业也诞生了。大规模的日本投资也使日本在美国取得了相当的政治权力。美国的各州几乎都在日本设立了贸易促进机构。如果代表各州的国会议员高度支持保护主义措施，则这些机构便难有作为。不论如何，保护主义恐怕已经不再是可行的政策方案。几年之后，当日本建好了工厂，它们自己也将成为最热切的保护主义分子——防止来自韩国与台湾的竞争。

在历史的发展过程中，曾经有许多经济与金融，最后则是政治与军事领导权，从一个国家移转到另一个国家的例子。最近的一次发生在两次大战期间，美国取代了英国。虽然如此，日本成为世界主要金融强权的前景仍令人忐忑不安，不仅从美国的观点来看是如此，从整个西方文明的观点来说也一样。

从狭隘的美国人立场来说，伤害非常明显而且令人担忧。丧失主导地位势必引发国家认同的危机。尽管依靠投入庞大的资金取得了军事优势，但这些资金都是从国外借来的，而我们仍未准备好接受已经丧失经济优势的事实。相对于英国，我们传统的国家认同感比较薄弱，因此危机势必更严峻。不论就国内或国际层面来说，其政治后果将难以估量。

这对我们文明的影响也同样深远，只是不那么明显。国际贸易制度是开放式的制度；其成员国均为主权国家，彼此之间的往来必须基于平等相互对待的原则。如果日本取得领导权，也不会有所改变。相反，在必要的情况下，日本人会比美国人更为谨慎。

问题十分复杂。美国与英国有相同的文化背景，美国与日本则不然。日本虽然展现了其学习与成长的可观能力，但其所生存的社会与我们的社会存在基本的差异。日本人的思想充满了主从分明。这与人人生而平等的观念形成对比，而两种文化的差异将成为问题的焦点。

美国与英国都属于开放的社会：就内部来说，人民享有相当程度的自由；就外部来说，商品、人民、资本与观念可以在不同的程度上跨越国界。日本大致上仍是封闭式的社会。其开放社会的特色，如民主政府，系战败而由占领国所强加的。但是，日本社会所弥漫的价值体系仍为封闭式的：个人利益从属于整个社会利益。

从属并非依靠强制而实现：日本与专制国家毫无类似之处。它只是一个具有强烈国家使命感与社会凝聚力的国家。日本人希望成为争取第一之群体中的一分子，而这个群体可以是他们的企业或国家。在追求目标的过程中，他们愿意付出可观的牺牲。我们不应该责怪他们拥有这样的价值观；事实上，我们更应该批评美国人不愿意为了共同利益而承受任何的个人的不便。日本是成长中的国家，而我们已垂垂老矣。

问题是：全球其他国家，尤其是美国，是否愿意接受具有强烈国家认同感的异国社会的领导？问题不仅困扰着我们，也困扰着日本人。有一个影响很大的学派认为，日本应该更开放，以使它更能够被世界其他国家所接受。但是，它也存在着对传统价值的强烈认同与几乎是病态的恐惧，尤其是老一辈的人更是如此，他们担心日本在跃居世界第一之前便丧失了动力。日本是转型中的社会，在它承担领导角色时，更有理由要成为非常开放的社会。有许多内部的紧张与冲突会破坏社会凝聚力与阶级的价值，其程度取决于社会转型的速度。相对于近来的表现，如果美国能够表现得更有生命力，则开放社会的价值体系对日本人也会变得更有魅力。

日本社会的封闭性表现在许多方面。形式上虽然民主，但从引进目前的宪法之后，日本便由单一政党执政；首相的更替则由私下协商来决定。国内市场形式上虽然是开放的，但外国公司如果没有国内的结盟便无法打入市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

场。但是，西方制度的开放与日本的封闭之间的最大差异莫过于金融市场。

西方世界准许金融市场在没有政府管制的情况下运作已经尝到苦头。这是悲惨的错误，如同1987年大崩盘所显示的。金融市场根本上就不稳定，稳定唯有在成为公共政策的目标时才能维持。不稳定是累积的。如同我在本书其他章节所显示的，市场在没有管制的情况下发展愈久，就变得愈不稳定，最后将导致崩盘。

日本人对金融市场的态度则完全不同。日本人将金融市场视为达成目标的工具，并依此操纵它们。主管当局与机构玩家以微妙的共同责任制度连接起来。

最近的事件提供了制度运作方式的深入见解。第一个是市场在黑色星期一之后濒临崩盘边缘，但是大藏省的几个电话便足以推动金融机构进场拉抬行情。第二次，当日本电话电报公司公开发行股票时，金融机构的反应比较冷淡，或许是因为大藏省在第一次电话沟通时已经用尽筹码。现在它必须倚赖生存直接受到威胁的证券商。在准许证券商操纵行情的情况下，主管当局得以避免一场灾难。

股票市场崩盘是否能无限期地避免，这是当代金融中最吸引人的问题之一。我们仍在等待答案。主管当局已经默许东京房地产与股票市场发展成投机泡沫，其规模在历史上鲜有类似的案例。比方说，日本电话电报公司的股票以270倍的市盈率比上市，而美国电话电报（AT&T）的市盈率只有18倍。如果是自由市场，它早就崩盘了。如此规模的泡沫能够井然有序地逐渐萎缩，不会突然泄气，在历史上尚无前例。主管当局未能防止日本债券市场的崩盘，却能在股票市场上获致成功。日元所展现的持续强劲走势对它们相当有利。如果它们能成功，则在历史上成为创举。这标志着新时代的来临，即金融市场可以为公众利益而加以操纵。

崩盘对日本股市的效果乃是将它推近封闭的系统。在危机之初，外国人持有日本股票的比率不足5%，但在危机发生时与此后，他们大量抛售持股。有趣的是，抛出筹码的大部分并非被日本法人机构吸收，而是被日本大众所承接，他们受经纪商的鼓励而融资买进。

事实上，日本券商确实表示在危机时买进股票是爱国行为，其成就将使日本有别于世界其他国家。融资余额创下了历史新纪录。如何降低融资余额，而不致触动融资账户的斩仓，问题正考验着主管当局。日本主管当局最初为什么会准许投机泡沫发展？这是有趣的问题，但我们只能推测。当时外部虽然存在压力——美国不断要求日本调低利率——但是这项政策若非适合当时的情况，日本也绝不会屈服。

首先，金融资产价格膨胀使得主管当局能够卸下它们对商业银行的责任，因为实质经济当时已深陷困境。如果没有房地产与股票市场的繁荣，商业银行对产业界的贷款将出现许多坏账，盈余也会受损。土地与股票市场的投机行情促使商业银行能够对看似良好的抵押品扩张其贷款组合，而产业界也因此能利用“财技”——即金融操作——赚取营业外收益，弥补利润不足。土地价格飙涨尚有另一个目的：尽管日元升值，它有助于维持国内的高储蓄率与有利的贸易顺差。房价上涨的速度超过薪资，日本的工薪阶层有强烈诱因增加其所得中储蓄的比率。由于国内经济衰退，储蓄可供海外投资之用。这是累积全球财富与权力的理想处方，即使海外投资贬值也是如此。我怀疑至少有一部分的日本权力精英十分乐于见到投资人人亏损：在日本成为强权之前，这可以防止日本人沉迷于安逸。否则，我们如何解释民主政府竟然愿意以明显高估的价格出售股票给其选民？但是土地与股票价格的上涨，很快地开始表现出不利的后果。高储蓄率带来来自海外的额外压力，要求日本刺激其国内经济，政府当局终于妥协了。此外，土地所有者和非土地所有者之间的财富差距不断扩大，威胁到社会凝聚力。一旦国内经济开始复苏，便无需允许银行融通投机交易。相反，应该将资源引导到实质经济。对银行贷款与货币供给的控制触发了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我先前所描述的一连串事件。

富于讽刺意味的是，日本人应该比西方世界更了解金融市场的反射特点。然而，令人遗憾的是，他们竟利用它来确保封闭系统的成功。如果我们不满意所发生的一切，则我们应该采取步骤发展可行的替代方案。股票市场的繁荣分散了我们对美国金融地位根本性恶化的注意力。由于金融市场上的疯狂行为，以及快速获利的引诱，我们至少可以假装里根政府所追求的政策是有效的。1987 年大崩盘成为苦涩的醒脑剂。巨额利润化成一场空，疯狂行为很快地将被死寂取代，前景一片暗淡。无论如此，我们面临生活水准降低的危险。下一步发展取决于我们的选择。最可能的途径是我先前所描述的，我们将步英国的后尘。就美国而言，结果也可能十分类似。由于美元的重要性，它对全球经济的影响可能非常消极。保护主义政策也是一项诱惑，但根据我先前所提出的理由，它不再是可行的方案。虽然如此，它仍然可能作祟。

最后，我们仍可能重掌我们过去所未施展的领导权。这不仅需要整顿我们的内部，同时要建立适合于新环境的国际金融新秩序。

缺乏稳定的国际货币，国际经济便无法顺利运行。在 1985 年 10 月的广场协定中，货币主管当局便认识了这一事实，并且在 1987 年 2 月的卢夫尔协定中再度确认它。不幸的是，它们所采取的步骤不够彻底，而卢夫尔协定也在 1987 年大崩盘中瓦解。既然稳定美元的决定将为此次崩盘负责，无论如何，卢夫尔协定修补的可能性便非常低。如果事先达成的协定一遇到危机便被舍弃，则将来不论达成何种协定，其可信度都会大大降低。卢夫尔协定是否应该加以修补，这是非常令人怀疑的——毕竟它导致了 1987 年的大崩盘。试图在无法维系的水准上支撑货币，这将使国家陷入漫长的经济衰退中。1926 年的英国便是如此，当时它企图回归战前的金本位制。

我们可以主张美元的合理价位为 1 美元兑 1.65 德国马克与 132 日元。这种见解所以正确，是因为美元进一步贬值在近期内将无助于贸易逆差的大幅改善，还因为美元在该价位 10%以上时，情况已经如此了。调整过程需要时间，而货币贬值会产生立即的负面冲击（著名的 J 曲线效应）。此外，汇率愈不稳定，则人们愈不愿意从事投资并做必要的调整。

这项论证只证明美元并没有合理的汇率水准使它能够继续扮演准国际储备货币的角色：在任何价位美元都是不稳健的。金融资产会寻求最佳的价值储存媒介，美元已经不再具备这种条件。一个拥有庞大预算赤字与贸易赤字的国家，不能期待外国人接受其不断增加的货币流量。但是，国际金融体系若缺乏稳定的货币为基础，便无法发挥功能。这便是 1987 年大崩盘所浮现的中心课题。

我们急需不以美元为基础的国际货币。但是，日元目前尚无法充当国际储备货币——一方面是因为日本的金融市场尚未充分开放，另一方面则是世界其他国家还不能接受日本的霸主地位。最理想的解决之道是创造真正的国际货币，由真正的国际银行发行与控制。以国际收支平衡为目的的国际贷款将以该货币计值，该货币的价值将钉住黄金或一篮子商品，以确保债务能全额清偿。唯有美元丧失了特权地位，美国才会停止将美元充斥全世界。我们愈快从事转型，则抑止美国经济衰败的机会便愈大。

不幸的是，我们尚未准备好接受大崩盘的重要教训。目前普遍的看法仍然认为，市场会自我修正而汇率应该任由市场决定其均衡的水准。

1987 年的大崩盘，如果提供了任何教训，便是增强了这种看法。因此，我们预料金融市场将有一段陷于混乱的时期，虽然其焦点将由股票市场转移到外汇市场和债券市场，最后则转移到贵金属市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《一个投机者的告白》

【德国】安德烈·科斯托拉尼（1906～1999）

明智的投资者都有想法，至于想法是正确，还是错误，开始时无关紧要；重要的是必须三思而行，而且有想象力。投资者必须相信自己的想法，如果已定出战略，便不可再受朋友影响，也不可因当时的气氛或时事而改变初衷，否则再天才的思虑，也帮不上忙。因此，我还要在陆军元帅冯·莫特克的四个要素上，再加上一个要素：信念。

“大家在证券交易所里赚钱，不是靠头脑，而是靠坐功。”资深的法兰克福投资家如此说。他们说得真对，耐心也许是证券交易所里最重要的东西，而缺乏耐心是最常见的错误，谁缺乏耐心，就不要靠近证券市场。

我把“投机中赚的钱是痛苦钱”当成座右铭，先有痛苦，然后才有金钱。开始时出现的总是别的东西，最后才如大家所想那样。如果投机交易中的各个要素都有效，剩下的只是时间问题，但大多数投资者都缺乏对当中发生的狂风暴雨处之泰然的耐心和毅力，他们一看到指数下跌，便立刻惊慌失措，卖掉所有股票。

我为证券市场列了一个独一无二的数学公式：2×2＝5－1。我用这个公式表示，最终发生的事情都会应验。二乘以二等于四，是最后结果。不过我们不是直接得到这个结果，而是绕了一圈。

——引自《一个投机者的告白》



投资与投机，一字之别，关联却再密切不过，低买高卖，哪里有利润的味道，投资者就会嗅出来，勇敢地把资金投下去。投机，在一个要求人人安于本分的传统社会，很自然要蒙上不道德的色彩，而德国知名投资大师安德烈·科斯托拉尼则认为“投机是艺术，不是科学”，他提醒我们，应该善于把资金借着投机创造出更大的利润，而投机不完全靠运气与胆识，一门“艺术”要玩得出色，熟稔专业技巧是必要的。有钱不是坏事，精于投资理财，是现代人基本的素养之一。

安德烈·科斯托拉尼熟悉金融商品和证券市场的一切，被誉为“20世纪股市见证人”、“20世纪金融史上最成功的投资者之一”。他自称“证券交易所流动传教士”，德国两代股票族则尊他为“证券交易所教父”。科斯托拉尼历经了两次世界大战，在每一次谷底冲击之后，他都做到了弹跳得更高。他在德国投资界

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的地位，有如沃伦·巴菲特之于美国。

科斯托拉尼不仅是近百年金融史上最成功的投资者之一，也是投资著作界的权威作家之一，他的著作深受读者欢迎。自20世纪60年代以来，科斯托拉尼30年笔耕不辍，有关论著达13种之多，全球共销300万册。此外他也是德国经济评论杂志《资本》的长期作者，供稿时间长达25年。《一个投机者的告白》是科斯托拉尼生前最后一本书，也是他一生智慧的结晶。该书2000年问世，随即风行全世界。该书见证了一位"以赚钱为职业"的投机者，他一生坚持"投机"各种证券、货币、原料、现金与期货，简单讲，哪里有投资生财的渠道，他，安德烈·科斯托拉尼，这位靠资金游走全世界的世界公民就会勇敢地投资。





敢于公然承认自己是"一个投机者"的科斯托拉尼认为，真正的投机是艺术，必须长期投入，还必须有熟练的事业技巧，因此，他虽自认为"投机者"，人们却认为他是"投资家"。在《一个投机者的告白》一书中，科斯托拉尼阐述了许多著名的理论。

科斯托拉尼认为，长远来看，经济和证券市场的发展方向相同，但在过程中，却有可能选择完全相反的方向。我们知道，狗是来回奔跑的，证券市场在长期的经济增长过程中会多次反复大涨大跌。大涨之后，证券市场虽然很少跌回上涨前的水准，但在这段时间，行情将来回波动得非常厉害，主要受中期因素影响。

但是单靠货币，股票市场也不会起变化，还要加上心理因素。如果投资大亨的心理是负的，即使没有人想买股票，市场也不会涨。只有在货币和心理都呈正面时，股票指数才会上扬。当两个因素都是负面时，指数就会下跌。

证券市场像二手车市场。科斯托拉尼认为，证券市场不是经济状况的温度计。指数发展经常和市场状况背道而驰，经济景气的时期，企业把所有资金用于直接投资，过去20年，特别是美国，并未看到股票回购的现象。相反，当企业需要筹措资金时，会向股票市场借钱，扩大股本，如此一来，上市公司的股票数量增加，供给因此扩大。由于资产重组，某些公司甚至还会出售其他公司的股票，导致市场出现数量庞大的新股票。

科斯托拉尼把证券市场对好、坏消息做出反应的强烈程度，称为市场技术状况。和多数人相反，他所理解的市场技术不是图表、能量图、随机分析方法，或其他乱七八糟的东西。对他来说，技术状态只和一个问题有关：股票掌握在什么人手里。

科斯托拉尼把投资者分成两类：固执的和犹豫的。固执的投资者，是按他的解释下的投资者和投机人士，长期来看，是证券市场中的胜利者，他们的获利是由犹豫的投资者支付的。而证券市场中的玩家，就是犹豫的投资者。

固执投资者和犹豫的投资者差别何在？固执的投资者须具备四种要素：金钱、想法、耐心，还有运气。除了金钱、想法和耐心外，固执的投资者还需要运气。只要缺少其中之一，都会马上变成犹豫的投资者。

很多人用图表寻找绩优股。经常有人问如何看待此事，科斯托拉尼则认为"阅读图表是徒劳之事"。多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

数的图表主义者都想充分利用"之"字形运动的每个小曲线，并事先画出未来图表的走势线条，科斯托拉尼认为这种想法实在可笑。根据他们所谓的图表，他们已先入为主地认为，必须在特定的指数间买卖股票。然而科斯托拉尼买一种股票，从不知道会以何种指数再把股票卖出去，也许低 20%，也许高出 300%。他在实际操作中，认识了几百名证券玩家每天根据图表变化进行操作，他们之中没人成功，相反，许多人不久后便从交易所消失了。

科斯托拉尼在《一个投机者的告白》一书中，还指明当同事、朋友、媒体和专家都建议卖掉股票时，采取和这些看法相反的做法，是非常困难的事，尤其对没有经验的投资者而言，更难。连那些懂得这个理论并想遵守的人，也在大众心理压力下，在最后一刻改变自己的看法，说服自己："虽然从理论上讲，我现在必须进场，但这次形势不一样。"直到后来形势明朗，即使是这一次，逆向的处理方法仍是最好的方法。因此，科斯托拉尼认为在证券交易所，只有少数人能投机成功，投资者必须勇敢、全力以赴、明智、训练有素、冷静，有时甚至必须玩世不恭，不理会大众的歇斯底里，这是成功的前提条件。

一般金融投资的书籍，都很枯燥、严肃，没有人能像科斯托拉尼写得这么生动活泼，又有故事性。原因是科斯托拉尼活得够久、经历的事情多，他既有兴趣去记，又有经验可以讲、可以写，所以才能将专业、枯燥的主题，写得生动有趣。全书融会作者近 80 年的投资经验，验证了其"逆向思维"的投资原则，不啻投资场上的锦囊。该书见证了百年金融发展，是科斯托拉尼所有著作中最受读者喜爱的一本。1999 年 9 月 14 日，科斯托拉尼在巴黎逝世，享年 93 岁。但科斯托拉尼这部最后的作品却永存于世。



究竟谁能称作投机家



《一个投机者的告白》一书是科斯托拉尼的遗作，从 1999 年初直到他去世为止，撰写此书成了他的工作重心。该书内容集聚科斯托兰尼对于投资的实战守则，以幽默风趣的方式提出他对投资的逆向思考。究竟钱对于这个投资大师来说代表什么样的意义？科斯托拉尼认为，钱是属



《一个投机者的告白》一书中的警句

1. 不要相信别人的意见——那是你的赌局不是他们的，做你自己的分析不管其他的信息来源。
2. 不要过于相信一家公司——操作并非投资。你只要记住那些数字，忘掉那些发布的新闻。
3. 不要破坏你的原则——你花费很大的心思去养成，切记始终如一。
4. 不要试图扳平——操作并非一个落后追逐游戏，每个部位都必须站在它的优势之上冷静地承担你的亏损，以绝对的纪律从事下一笔交易。
5. 操作规模不要超过你的负荷——你只要专心地好好玩目前的游戏，不要担心赚钱的事。
6. 不要寻找圣杯——操作没有秘密公式，重点在于稳健的风险控管，停止寻找吧。
7. 不要忘了你的纪律——学习该有的基本纪律很容易，多数的交易员因为缺乏纪律而遭致失败而非因知识不足而失败。
8. 不要追逐人群——听着自己的鼓声节奏前进。参考当时的群众行为，你往往会太迟或太早。
9. 不要在太显著的讯号中操作——一个完美的形态往往导致最大最痛的亏损，如果它看起来太好而不像是真的，它往往就不是真的。
10. 不要忽视警讯——大的亏损很少没有警讯；不要在正在下沉的船中等待救生艇。
11. 不要去数你的获利——利润在投资未结束之前是不用去记录的。市场所给的以及市场要拿回去的往往迅雷不及掩耳。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于狂热追求金钱的人，他必须对金钱着迷，就像被魔法师催眠的蛇，但又必须和钱保持一定距离，而投机是他的致富之道。他认为在长达80年的证券交易经验中，他学到了一点：投机是种艺术，不是科学。

究竟谁能称作投机家？科斯托拉尼把整个证券交易市场比为动物园，经纪人不过是只管成交量的笨蛋，基金经理人则是几十亿资金统治者，金融巨子则是这个市场的大庄家，套汇者是绝迹的投机人士，证券玩家是证交所中的赌徒，只有投机家是有远见的战略家。投机家比证券玩家强的地方，在于投机家有想法，不管想法是对是错。

在本书中，科斯托拉尼巧妙地通过比喻医生、记者与投机家三种职业的差异，来说明自己的见解。投机家其实与记者一样，靠着自己追踪搜集来的新闻为生，但是记者是写新闻，投机家是分析新闻，并且像医生一样做出诊断。这三种人之中，只有记者可以一再出错还可以当记者，投机者却会因此破产。但是任何学校都教不出投机家，投机家只能靠经验。

在《一个投机者的告白》一书中科斯托拉尼对于证券市场的各项金融商品都做了犀利的分析，例如他直指避险基金不过是个大骗局，因为这项金融商品既不能避开风险，也不是基金。他不讳言，投机必然会遇到赔钱的情况，但是一个好的投机家会让利润增加，以相对较小的损失出场。科斯托拉尼特别在书末介绍进入证券市场的十律以及十戒，倘若投资人能够坚持这些原则，必定可以省下许多学费。（佚　名）



输赢之旅

安德烈·科斯托拉尼以投机人士自称，且以此为荣。我知道"投机"一词不怎么正面，然而如果读者看完了《一个投机者的告白》全书，就可以了解到，安德烈·科斯托拉尼所宣称的投机是有些不一样的，我认为他的投机是一种艺术。虽然安德烈·科斯托拉尼的某些看法学院派可能不同意，而实务派又会觉得操作起来很难，但不能否认的是，他的确有独到的见解，而且也不得不承认，他已达到一定的境界。

《一个投机者的告白》这本书是欧洲证券之父安德烈·科斯托拉尼的遗作，科氏享年93岁，其生活智

12. 不要忘记你的计划——记好你在一开始进场交易的理由，不要因为当中的噪声波动而变得盲目。
13. 不要有领薪水的心理——你不会因为辛勤工作而得到惩罚，市场只有在你找对方向，时机拿正确的时候才付钱。
14. 不必加入什么团体——操作不是团队运动，避开股市研讨会，聊天室及财经频道。你要的只是真相，而非其他人盲目的支持你的意见。
15. 不要忽视你的直觉——着眼于一些微小的声音会告诉你该做什么，以及该避免什么。那是试图要进入你那思路不清的脑袋中赢家的声音。
16. 不要怨恨亏损——要求你自己在赢和输之间有着很好的规律性。多从亏损的交易中学习赢的方法，而不是从获利的交易中学习。
17. 不要一头栽入复杂的陷阱——一双受过良好训练的眼睛比一堆指针有用的多；而常识也比一些作历史资料测试的系统有价值。
18. 不要混淆交易执行和交易机会——高价的软件不见得会帮你操作得像个专业操盘人，漂亮的颜色及闪烁的灯号只会使你成为一个较快速的交易者，而非较好的交易员。
19. 不要去预期你的个人生活——交易给你一个很好的机会去发现你的真实生活有多紧张，在进入市场之前先取得你自己的房子。
20. 不要把交易当做娱乐——交易大部分的时间应该是很无聊的，它就像是你平常的例行公事一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

慧已融入近80年的投资经验之中。科斯托拉尼乐在工作，享受生活，风趣幽默，又处处见机锋，他的著作《一个投机者的告白》以历史的观点验证其颠扑不破的投资原则——逆向思维。《一个投机者的告白》是一部活生生的投资学史册，从内容上看，既有微观问题，又有宏观问题；既有技术分析，又有心理分析。

《一个投机者的告白》所描写的许多历史名人如投资失败的物理学家牛顿，及少数在证券市场获利的经济学家凯恩斯等，在科斯托拉尼笔下，栩栩如生，喜怒哀乐跃然纸上，读来不禁令人莞尔。牛顿投资失败，散尽家产之后，他说："天体的运行轨道，我可以精确计算到几公分和几秒的差距，但我却无法估算出一群疯狂的人，会把指数带向何处。"一语道尽证券市场是艺术或是科学的扑朔迷离，仿佛是在欣赏印象派的作品一样，永远无法看清它的轮廓。因此，输与赢，焦不离孟，孟不离焦，而且终生陪着你，只要能胜出百分之二，就是赢家，不得不慎。《一个投机者的告白》一书中指出，货币是证券市场的氧气，加上大众对未来前景的预期，构成观察证券市场发展趋势的重要指标。宽松的货币政策和乐观的心理预期，才能带动证券市场向上发展。而影响大众心理的因素包罗万象，错综复杂，唯有能掌握趋势，仔细选股，坚持自己逆向思考，且有耐心地守株待兔，再加点运气的投资人，才能享受先苦后甘的丰硕果实。

阅读《一个投机者的告白》一书，领略科斯托拉尼描绘的多彩多姿、输赢不断的投资之旅，你会发现该书值得一读。（蔡明忠）



证券交易所教父



科斯托拉尼1906年生于匈牙利，13岁随家人移居维也纳后，开始着迷于欧洲各种货币的不同变化，从而展开其绚丽多彩的投机人生。科斯托拉尼18岁时，父母送他到巴黎，在一位私交甚笃的证券经纪人处学习。巴黎是科斯托拉尼的发迹地，影响其一生的人生观与金钱观皆在此时期建立，当时科斯托拉尼就立志成为百万富翁。由于安德烈·科斯托拉尼敏锐的观察力和过人的判断力，使他得以从多次的投机交易中累积财富。安德烈·科斯托拉尼的财富不但使自己一生过得优越、悠然自得、极有尊严，更使曾在二次大战中失去所有家当的双亲在瑞士安享晚年。科斯托拉尼是证券交易所中的教父。可是，如果谁希望这位证券教父提供建议，一定会感到失望。"不要指望任何建议，"每次演讲科斯托拉尼都如此开场，"没有建议，建议永远都是银行或是其他利益团体，向大众兜售股票的手段。"在他影响新闻界35年的生涯中，最著名的建议就是告诉读者到药店买安眠药吃，然后买各种国际标准股，睡上几年。谁若真的听从他的劝告，就能体验他之前预测的惊喜。


安德烈·科斯托拉尼

自1917年以来，科斯托拉尼就和货币及证券交易打交道，从未中断，让他高兴的不是在投机中获利，而是证明自己的观点正确。他自信地称自己为投机人士，对他来说，投机是对才智的挑战。他和金钱保持适当的距离，在他看来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这是成功投机人士必备的基本条件。科斯托拉尼既不吝啬，也不乱花钱，更不炫耀自己的财富，他认为钱只是实现目的的手段。当他为躲避纳粹而不得不逃离巴黎时，钱帮他摆脱危难；金钱让他得到最好的治疗，在他生命的最后几个月里，他更体会到其中的价值；金钱也令他过舒适安逸的生活。

科斯托拉尼这位世界公民享受到的是金钱赋予他的经济独立性。除了健康，经济独立是科斯托拉尼最重要的财富和最大的奢侈。这种独立性意味着，只要他愿意，就可以做任何事情，说任何话。只要不愿意，也可以什么都不做，什么都不说。

科斯托拉尼一生著述颇丰，《证券心理学》是他的一部力作，在这本书中，他从心理学的角度详尽地解释了证券市场各种现象的成因，而且把自己多年来的证券交易经验与理论，以平易近人的表达方式阐释出来，广受读者喜爱与推崇。在《安德烈·科斯托拉尼最佳金钱故事》一书中，安德烈·科斯托拉尼充满智慧又风趣幽默地把金钱的诱惑力加以描绘，又一次让他的“股市动物园”在人们脑海里回放一遍。对投机家们的本质秘密和技巧，对于股市波动最为重要的因素，以及股票市场上的心理学做出了最好的诠释。同时，他还与投资者们尽情畅想 21 世纪股市的起起落落，机会与风险。《一个投机者的告白》是科斯托拉尼所有著作中最受读者喜欢的一本书。科斯托拉尼曾在德、奥多所大学担任客座教授，也在咖啡馆设立讲座，不断教导青年朋友：在股票市场上成功，不是靠计算，而是思想，用脑子思想。1999 年，见证了百年金融发展的科斯托拉尼因病辞世，他把财富留给自己的继承者，而他的典范著作却让无数读者受益终身。



第二章　证券交易动物园



有钱的人，可以投机，

钱少的人，不可以投机，

根本没钱的人，必须投机。

早在证券交易所出现前，投机就存在了。某些社会主义者认为是资本主义让人变成投机人士，这种论点完全错误。早在《圣经》里，便已驳斥投机行为。历史上的第一次投机行为，是埃及的约瑟夫法老所为。

约瑟夫这位聪慧且具洞察力的法老，从七个好年份和七个坏年份的梦中，做出正确结论。在好年景时，他囤积大批粮食，好在日后歉收的年份以高价投入市场。不过直到今天，大家仍不确定他是否在四千年前就已成为计划经济之父，知道储备余粮，度过后来的歉收；或只是历史上的第一位投机家，垄断商品，借以日后高价出售。

赌徒永远不死

在古罗马，地中海地区的金融中心，也很盛行投机风。人们大规模投机粮食和商品。罗马帝国的总督卡托消灭迦太基的疯狂政策，让当时的投机家相当紧张。迦太基是地中海世界的粮仓，史奇皮欧将军的士兵进入被毁的城市，大肆洗劫仓库和地窖。上千吨的粮食落入罗马人手中，再加上罗马本地粮食丰收，粮食价格先出现松动，继而直线跌到谷底。很多投机人士因而倾家荡产。

当然，历史上还有许多著名的人物也是投机家族的成员。发现万有引力，名留千古的牛顿也曾试过证券投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

机，只不过失败了，最后，牛顿甚至禁止别人在他面前提证券交易。伏尔泰曾和女朋友大谈有价证券和货币，长达几个小时之久。他也曾投机谷物和房地产，后来，更以投机的外汇走私客身份走红当时。

大家是否该跻身名人之列，也做个投机人士？基本上，这取决于两件事，即物质条件和个人性格。关于第一个前提条件，我牢记一条座右铭：有钱的人，可以投机，钱少的人，不可以投机，根本没钱的人，必须投机。

最后一句当然不完全正确。大家总是需要一定数量的钱，才能开始投机活动，但数量不一定要很多。在股票投资普及之前，德国流行一种观点，证券交易所只是富人的游乐场。这种看法完全错误。只要谁的看法正确，谁就有可能用很少的钱，创造可观利润。我说的“根本没钱”，是指钱少到连私人住宅都负担不起或无力养老的地步。如果真的没钱，首先必须工作。在证券投机失败后，我好几次身无分文，甚至欠债，以至被迫重操旧业，做经纪人和顾问，赚取佣金，以脱离窘境。至于投机家还需要哪些性格，读者可从本书中找到答案。但我必须先解释一下，根据我的定义，到底谁才称得上投机家？因为，所有在证券交易所交易的人早就不是投机家了。

经纪人：只管成交量

当德国新闻电视台报道法兰克福或纽约证券交易所的情况时，我们可以看到经纪人和交易员大声叫喊、四处奔跑。可惜，愈来愈多的经纪人和交易员现在都静悄悄坐在计算机前，说不定什么时候，原来证交大厅的独特气氛便会消失了。经纪人坐在办公室里和客户洽谈，建议客人继续委托代办交易，最重要的，是鼓吹他们不断进行新交易。经纪人和交易员不靠股价指数的差价赚钱，而是按每笔交易向客户收佣金。如果经纪人在一起聊天，他们首先谈的是成交量，然后才是发展趋势。有人讲过一个故事：一位客户去找经纪人，想听取一些建议。经纪人使出浑身解数，劝他继续买进 IBM 的股票。经纪人说完后，客户才察觉到自己原本是想卖掉 IBM 的股票。“原来如此”，经纪人说，“卖掉！这也不坏！”

基金经理：几十亿资金的统治者

第二类职业证券人士是基金经理，包括大型投资公司的基金管理人和产物管理人。他们调动几十亿资金，但和证券经纪人一样，他们不是靠自己的资金，而是客户的资金在工作。经理人及一群手下做准备工作的分析师，挑出看好的股票、债券或原料，以获取报酬。整体来看，他们毫无成就，因为只有极少数的基金经理，能不断超越平均指数，获取更高利润。

金融巨子：大庄家

不是每个用自己资金操作的证券投资人都算投机家。

有些资产非常雄厚的金融巨子，以几百万元，甚至几十亿元在进行交易。他们总是全力以赴，投入所发起的交易活动，以确保自己获得多数，并策划合并和收购其他公司。他一旦拥有某家公司的股份，便积极干预公司的管理体系，或解散看不顺眼的管理阶层。面对各种激烈活动，他的生活变得十分不安。如果他开办企业，就会到证券交易所去筹措必要的资金。甚至他想掌控的那些公司，也是透过证券交易所取得控制权。他的目标总是集中在特定的交易中，他的买或卖都会导致大地震，影响整个证券市场。

套汇者：绝迹的投机人士

套汇指的是时间或空间上的投机行为。时间上的投机，指的是今天买，然后过一阵子用更高的价格卖出，或反过来，今天卖掉，以后再用便宜的价格买回来（即卖空）。另一种是空间上的投机，指的是同时在一个地方买，另一个地方卖。交易过程中，套汇者必须取得超过交易手续费的差价，才会获利。和传统的投机人士相比，套汇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

者的好处在没有任何风险。因为，只有当两个证券交易所出现差价时，套汇者才会委托经纪人进行交易。他事先就知道利润有多少，因此，套汇者必须专注在蝇头小利上，时时刻刻关注行情。

证券玩家：证交所中的赌徒

有种人，即所谓的证券玩家，肯定永不会消失，而且只会愈来愈多，让我感到遗憾。我之所以如此称呼他们，乃是因为照我的定义，他们不配冠上投机家的称号，虽然一般大众和新闻记者都以此称呼他们。证券玩家连最小的指数波动都企图利用。他在股价 101 时，买进某种股票，然后在股价升到 103 时，就卖掉。接着，他再在指数 90 时，买进另一种股票，然后在 91.5 时，又再卖掉。

投资者：证券市场中的长跑者

投资者和证券玩家刚好相反。他买股票，然后留个几十年，当成养老金，或当成留给子女或孙子的财产。他从不看指数，对指数不感兴趣，即使股价崩盘，也任由他去。他将资金长期投资于股票，一直投资下去。即使萧条时期，也不减少股票的投资比率。我该诚实建议每位读者加入投资者的行列。在从事证券交易的人当中，以平均水准来看，投资者的表现最好，因为即使是投机家，也只有少数是赢家。如果我的话够权威，能让读者盲目听从（但我对此不抱幻想），本书到此也可结束了。但是，“赌徒”在我们心中蠢蠢欲动，谁能比我更了解投机活动的刺激所在。八十年来，我一直是位精力充沛的投机家，穿梭在全世界的原料、外汇和证券交易所。正确分析形势及不同于一般看法的观点得到确认，带给我的快乐，远比物质上的利润大得多。所以我想告诉大家，是什么因素导致一名精力充沛的投机家不同于金融巨子、投资者和证券玩家。

投机家：有远见的战略家

大家也许会说，投机家便是介于证券玩家和投资者之间。当然，界限并非泾渭分明。不同于投资者，投机家对各种新闻都感兴趣，但这并不表示，他会像证券玩家那样，对任何新闻都有反应。如果投机家对上涨的指数进行投机，但由于某个偶然事件，行情暂时下跌，例如，美国总统心脏病突发（艾森豪威尔总统一九五五年心脏病发），或南美遭受地震，这时投机家不会马上推翻自己的投机理念。只有当消息影响深远，动摇了预测基础，推翻原来的假设，才会重新规划。投机家不在意 X 和 Y 之间细微的指数波动，他只跟随趋势，即从 A 到 B 的变化角度。有远见的投机家密切注意各种基本因素，如金融和贷款政策、利率、经济扩充、国际局势、贸易收支、经营报告等，不会受到次要的日常新闻影响。他制定周密的计划和策略，根据每天发生的事件进行调整。

总而言之，投机者有想法，不管正不正确，毕竟是个想法。这是投机家和证券玩家的基本差异。



第三章　凭什么投机

只要有想象力，

老的东西，甚至老古董，

都有机会再翻身。

说到投机，许多人最先想到的是股票，股票已经成为投机和证券交易所的代名词。我也一再谈到和写过证券交易所或投机的事，指的当然是股票投机。但在八十年的“证券投机生涯”中，我早已不只对股票进行投机。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的大量获利是靠债券赚来的，但我在外汇和原料市场也很活跃，也在有形资产交易中累积经验。

投机家中的世界主义者，不仅分析和观察本国的股票市场，也分析和观察全球发生的事，像国际政治局势、大规模资金流向、工业大国的内政和外交政策、世界银行和国际货币基金组织的决议、巴黎俱乐部的债务谈判、新的技术发展、巴勒斯坦问题，甚至巴西和中国的天气。

每当某个地方出现机会，某种商品、货币、债券或股票的价格和正常价值之间出现差异，投机家便忙碌起来，等候市场在某个时候消除差异。重大的机会不是每天都有，所以不该只把股票当成投机对象，例如我就曾利用债券做出最成功的投机。

债券：比你所知还重要的标的

债券也称利率固定的有价债券，是大多数储户印象中的保险投资手段。以公债为例，只要买下有保障的债务人的债券，一直等到债券到期，根本不用冒赔钱的风险。购买公债的人总能以票面价值兑现，而购买公债时计算好的利率，对债券持有人来说，也是种保障。

外汇：过去比现在更有意思

今天，外汇市场是大玩家的游戏场，因为银行、保险公司和长期基金把外汇市场变成赌场，而且货币种类愈来愈少。引进欧元后，法郎和德国马克之间的投机成为历史，但前提条件是欧元要挺得住。

原则上，只有少数货币可供小资本的投机人士做期货交易。为了获得数量相等的外国货币，大家必须和相关国家保持特殊的联系。现在，也许在美洲或东欧小国，还存在些有趣的机会，但这方面，我不是专家。

谁若要进行重要货币的投机，就是和几万名大大小小的赌徒和投机人士竞争。世界上每个人都可以同时得到相关信息，如果某个统计数字比预期好，大家便朝那个方向跑，如果比预期差，大家又跑往相反方向。

原料：投机家对投机家

原料投机中，长线（买入）总有短线（卖出）相呼应。一位投机人士把赌注押在价格上涨上，就会有另一位投机人士押价格下跌，这是个充满巨大风险的交易。一般情况下，投机期货意味着只须投入相对少量的金钱，大量购买铜、小麦或诸如此类的东西，在这种情况下，支付的金额不是买价，而是为将来发生的交易所支付的一种担保。股票指数、外汇和债券的期货交易同样如此。

因为卖主以后才交货，买主也是以后才收货，所以期货交易也称“未来交易”。由于投入的资金少，这种业务的风险根本无从估计。如果商品的指数和原先期望的方向只差几个百分点，持有人必须立即补缴资金，才能继续保有原先数额的担保。如果不补缴资金，立刻就会被结清交易，而把之前已经付过的资金全部赔光。

有形资产：是收藏，还是投机？

理论上，只有了解自己经营的有形资产，并且经验丰富，才能赚钱。我说从理论上讲，是因为我所列举的诸如名画、旧瓷器、旧家具、钻石、邮票和硬币，只有收藏家才是真正的行家，他们热爱这些东西，一起起床，一起入睡。但收藏家无法成为投机人士，因为他和收藏品难舍难分。

虽然从账面上看，收藏家获得了巨额利润，但却不从中赚钱。相反，低价买进，然后再高价卖出的投机人士，从来不会努力了解那些东西。

房地产：大投机家的事

唯一带来利润的有形资产投资，便是房地产。房产所有人住在自己的房子里，就可以收取或节省房租。我在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴黎有两处住宅，在蔚蓝海岸有座房子，在布达佩斯有处宅邸。只有位于巴黎圣路易岛的住宅被我租出去，其他三处房产一直是我自己居住。根据这一经验，我只能建议每个家庭，购买自己居住的住宅。这应该是第一项投资，因为这样一来就不必受制于出租人，或是受房租上涨的影响。

我相信一件事，房地产市场和股票市场虽然完全不同，但其运转和其他投机市场一样，遵循着相同的规则，有荣景、低迷和过度发展等时期。

想投机房地产，必须有巨额资金和良好信誉，因为购买房产的部分资金是向银行或第三者筹措的。

我的结论是，资金雄厚，且熟悉房地产市场的投机人士，可以试试运气。很多人，例如唐纳·川普靠房地产业致富。其他人如荣格·史耐德却因此破产，必须在监狱了却残生。就和其他的投机行为一样，发财和破产紧紧相依。关于房地产市场，我知道的不多，因为股票才是我的王国。

股票：本身就是投机对象

无疑地，能为投机人士创造广阔投资天地的是股票市场。全世界共有十万多家上市公司，分布在全球各个国家。大家可以针对某个行业的繁荣和衰退、某个竞争对手战胜另一个竞争对手、某个国家的法律变更、大选、社会发展趋势、未来时装的发展趋势，还有新技术的发展进行投机。有的公司在白天找运气，有的则在全球碰运气。大家总能找到被低估的公司。前面提过的亿万富翁巴菲特就是靠这发财的。或者找到被高估的公司，进行投机，大家可以利用“转机股”发财，像我就曾以克莱斯勒的股票作投机（我在其危机时，以每股 3 美元买了克莱斯勒的股票，现在每股的价格为 150 美元）。还有像微软或戴尔计算机的“飙升股票”，利用这种股票，大家同样可以发财。



第四章　奇幻的证券交易所

证券交易所，

对某些人来说，意味着财富，

对某些人来说，却意味着毁灭。

言辞尖刻的人说，魔鬼创造了证券交易所，为的是告诉大家，他们和上帝一样，也能无中生有。错了！魔鬼并未创造证券交易所，证券交易所是自行发展成的，在大树下，在华尔街，或在大街拐角处，或在咖啡厅里，为的是以后能够搬进宫殿。

荷兰印度和英国东印度

英国对印度公司的海上霸主地位和荷兰成为强劲对手，感到惴惴不安。于是建立英国的东印度公司，试图打破荷兰的垄断地位，重新建立自由竞争，但是，东印度公司并未能动摇荷兰公司的独尊地位。西方强权开始在本土、海上和证券交易所进行激烈争战。如果荷兰的印度公司和英国的东印度公司今天都还在的话，他们或许会试着收购对方。

受运输费用的影响，这家或那家公司的股票上涨或下跌，运抵的货物愈来愈贵，而且总是超过大家的预期，投机人士一天比一天激动。对荷兰印度公司来说，1688 年发生的一场灾难，对我们也具有特殊意义，因为这是有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

史以来第一次“股票崩盘”。

基于这个原因，加拿大的铀矿业在50年代也经历同样的命运。尽管核子科学长足发展，但始终没有出现获利，看来也没希望在未来某天有所改变；投机人士不得不为他们的幻想付出昂贵代价。在1957年的股票崩盘中，铀矿股票因之前的炒作而掉了90%的价值，损失惨重，加拿大证交所很长一段时间无法恢复元气。虽然邻国华尔街的股市看涨，却无法恢复原先的基础。

类似的原因也让其他投机人士在巴黎证券交易所破产，他们被骗，以为撒哈拉沙漠的石油开采业会带来丰厚的利润，但发生在阿尔及利亚的政治事件和国有化，令他们的希望化为泡影。

混乱中的混乱

自17世纪中叶起，阿姆斯特丹的证券交易所就已类似现代证券交易所。当时就已有人从事期货和期权交易，有结算日、补偿交易指数、展期交易和贴现交易、买空财团和卖空集团。阿姆斯特丹是欧洲最重要的国债市场，细腻讲究的期货交易在阿姆斯特丹证券交易所中诞生。经纪人和坐在邻近咖啡馆里等候交易结果的客户间，有交易员和联络员。各种影响行情的谣言、错误的警报及各种伎俩早已出现，让有眼光的谋士得以利用行情涨跌获取利益。

受人瞩目的印度公司股票不断攀升，尤其当某大机构操纵上涨行情时，股票更加看涨。货船延期返回的坏消息，本来是无任何危险的普通消息，但在大家都感到振奋时传来，便显得很不恰当。受害人当中有诗人、哲学家和狂热的投机人士维加，他是阿姆斯特丹西班牙籍犹太难民之子（和纽约10万名德国难民子女一样）。他的作品《混乱中的混乱》既是一部哲学著作，也是一篇报道。书中描述17世纪阿姆斯特丹证券交易所的真实情景。我多次阅读此书的德文版，1912年的翻译版本，值得向每位投机人士推荐。维加曾经三次靠投机发财，然后又失去财产，证明他完全有资格评论这个题目。

资本主义的神经系统

就算魔鬼未曾创造出证券交易所，他也一定淌过这趟混水，把“人”变成将证券交易所化成赌场的“赌徒”。对许多人来说，证券交易所是没有音乐的蒙特卡洛，是赌场，可以整晚在紧张刺激的气氛中赚一大笔钱。对我来说，证券交易所是充满各种音乐的蒙特卡洛，只不过必须带上天线，才能捕捉到音乐，分辨出音乐的旋律。

证券交易所其实是神经中枢，甚至是资本主义经济制度的引擎。在商品和外汇交易所中，这间赌场大厅负责调配商品和制定合理、透明的价格，它为生产商、制造者及进出口商提供机会，避免各种价格风险。玩家和投机人士关心成交量，遗憾的是，玩家或寄生虫（我也这么称呼他们）占成交量的比重是如此之大，以至于有时只是他们的交易活动，就会不合理地操纵行情涨跌。

交易人士的游乐场

证券交易所还有更多内容，这里是交易人士的游乐场，充满经纪人、交易员、市场调控者、玩家、投资者、大大小小的投机人士、银行家和金融家、新闻记者和偶尔光临的旁观人士。当然，并不是所有人都亲自到证券交易所来，多数人只把钱送过来，有时，也会把钱撤回去。他们的投资反映出忧虑和希望。证券交易所不仅是证券、外汇或商品的中继站，也是消息、新闻发布和驳斥谣言、热门诀窍、内线消息和蜚短流长的传播场所。

我常去证券交易所，因为其他地方都不像这里，能看到这么多傻瓜。并不是我对傻瓜感兴趣，而是为了进行和他们截然不同的动作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

遗憾的是，法国画家多米耶笔下精彩绝伦的大厅型证券交易所，已渐渐绝迹，逐渐变成电子证券交易所。1986年，这股潮流波及伦敦皇家证券交易所，不久前又占领巴黎证券交易所，在法兰克福，多数的交易已经在计算机系统上进行。看来，证券交易所之母的华尔街，变成由无声无息的计算机屏幕组成的电子交易所，只是时间早晚的问题。

经济的温度计

许多外行人总是称证券市场是经济的温度计，其实不然。证券市场无法显示当前的经济状况，也预测不了未来经济的发展趋势。要证明这点，我不必追溯远古的历史，过去五年就是最好例子。一方面，德国经济成长持平，失业率高居不下，而另一方面，证券市场却增加了三倍，前社民党主席奥斯卡·拉封丹在上届联邦议院选举前的竞选演说中，不断对此大加抨击。其实他对证券市场一无所知，也对经济一窍不通。

相反，在美国，经济因为就业充分而繁荣，证券市场跟着景气发展。那里同样有过经济高度发展，而证券市场却萧条的情景发生。经济和证券交易并不一定平行发展，但这不是说二者没有任何关系。我想引用一个多年前见过的老例子，令我印象深刻。

我认为，长远来看，经济和证券市场所的发展方向相同，但在过程中，却有可能选择完全相反的方向。



第五章　指数有什么道理

这里一切取决于一件事，

就看是傻瓜比股票多，

还是股票比傻瓜多。

每天，证券评论员都费尽心思解释当天指数的变化，然而影响指数上扬或下跌的因素却难以胜数。

利率提高，股价下跌；利润高过预期，XY的指数便可能看涨，而ABC的股票却下跌，因为尽管利润高过预期，专家却看到该企业面临艰困的未来。而下一份报纸的评论却指出，同一档股票指数下跌的原因在于获利了结。另一天，美元坚挺是指数上扬的原因，但第二天，在同一份报纸的评论中，美元是指数下跌的关键。对投机人士来说，这些评论完全多余，而且毫无用处。专家引用报章评论，寻找合乎逻辑的因素，但证券市场有自己的逻辑，和普通消费者的逻辑没有什么关系。

证券市场像漂亮的女人或天气一样任性，擅长利用各种光怪陆离的魔术吸引猎物，大家对其不抱希望时，证券市场也一样冷淡对待。我建议大家应该冷静，不要在意证券市场喜怒无常的脾气，尤其不要为此寻找合乎逻辑的解释。

评论员可能局限于三个因素：因为供过于求，证券交易走势疲软；或因为需求大于供给，证券交易行情坚挺；或因为供需平衡，证券交易没有变化。

从短期至中期来看，绝对不是好的股票一定看涨，不好的股票肯定下跌，情况可能完全相反。一家企业也许获利丰厚，可以支付红利，还有良好的发展前景，但只有需求大于供给时、才会在证券市场中看涨，这是证券交易逻辑的唯一条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

傻瓜、股票，谁多

直到今天，我还清楚记得第一次到巴黎证券交易所时的情景。一位老先生朝我走来："年轻人，我没见过你。你是谁?"我回答："我第一次到证券交易所，我是X公司的实习生。你的上司是我的朋友，我现在教你一些非常重要的东西。你看看周围，这里的一切都取决于一件事，就看这里的傻瓜比股票多，还是股票比傻瓜多。"这条座右铭也成为我的信条，我们可以这样解释，行情趋势要看卖方卖股票的情况，是否比买方买股票急迫。

如果股票持有者迫于心理或物质上的压力，被迫出售股票，而资金所有者虽然想买，却无购买压力，行情就会下跌。

反之，如果资金所有者迫切寻找股票，而股票持有者并没有物质或心理上的压力，要出售股票，行情就会上涨。我一直记住这条准则，一切取决于供给和需求。我全部的证券交易理论都以此为基础。

这个事实每位证券交易人士都须铭记在心，否则就不会明白，为什么有时指数会出现完全不合逻辑的波动。

分析发展趋势时，应对各种影响因素进行评估，并要能看出未来的供需情况。

原本我还可以解释一下股票指数的形成细节，以及经纪人或市场调控者如何订定指数，以合理反映供需的情况。但我想把这件工作留给众多证券交易入门的指导书籍。

背景音乐是小调或大调

在歌剧或交响乐中，都有个主题，总是反复出现，不断在背景中回荡。股市也有背景音乐，决定长期的发展趋势，时间可能长达几十年。在投机人士准备从中看出上涨和下跌的时段，从中获利前，必须听出背景音乐是大调，还是小调。这种背景音乐由两部分构成：战争或和平，及长期的经济发展。

大家总是问我，为什么过去几年那么乐观?许多人听过我关于安眠药的点子，我毫无保留建议大小储户把钱投资股票，从前我不会如此做。先前我建议他们应该服用安眠药，然后沉沉睡去，不要理会这段期间证券市场的风暴，免得惊慌失措，在行情上涨之前便把所有股票赔本卖掉。

我乐观的理由很简单，虽然有科索沃战争、波斯湾战争和库尔德族战争摧残着人类，但世界和平基本上是得到保障的，这是1912年以来不曾有过的。直到十年前，我仍是每天早晨七点便坐在收音机前，因为害怕某个地方会成为第三次世界大战的开端。北约和华沙两大集团间的冷战让世界瘫痪，今天，这一切已成过往云烟。

和平就是大调

再回到之前我提过的狗和主人的例子，应可说明经济和证券市场并非平行发展的。但和狗及其主人一样，长期来看经济和证券市场，发展方向相同。如果经济和企业利润没有持续成长，股票指数也不会持续看涨。如果没有重要因素，通用汽车、IBM或微软的股票也不会发展到今天这种水准。否则的话，狗就会跑到前面去，不知什么时候，便看不到主人了。而熟悉狗的人都知道，这位四条腿的朋友最后还是会跑回来。

可能的障碍

经济成长的障碍之一便是错误的税赋政策，这会让所有的成果尽皆遭殃。如果大家像从前瑞典那样，必须用90%的收入纳税，总有一天，没有人会有兴趣办企业、进行投资、每天工作十四个小时。

另一个更重要的问题，就是货币供给，就像匈牙利一位吉卜赛音乐家所说："没有钱，就没有音乐。"同样地，"没有资金，就没有经济成长"。

几十年来，以黄金为基础的货币制度，即通常所说的金本位制，阻碍了充分的货币供给。这个时期，世界经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

济发展迟缓。我经常针对金本位制撰写文章，一直强烈反对金本位制。因为，除了世界和平外，取消金本位制是我这些年来对未来抱乐观态度的第二个原因。但遗憾的是，总有一些政治家和经济学家，每当外汇激烈波动时，便要求回到金本位制，所以我要再次解释金本位制，为什么对世界危害极大。我认为金本位制是种祸害，所以我常用“你怎么看待金本位制?”问题，来测试经济学家和专家对经济的理解程度。金本位制是种在经济体制中平衡供需的货币机制，既在国内，也在国际上运作。国际收支均用黄金调节，形成固定的外汇价格。

金本位制已过时

后来，鲁夫在新闻媒体中更加丑态百出。在一系列文章中，他发出警告，如果不马上回到传统的金本位制度(也就是说美元百分之百用黄金核算)，世界经济就会崩溃。众所周知，大家并没有把他的警告放在心上，而且现在的世界经济形势也比以往任何时候都要好。

此外，大家也不需要用金本位制克服通货膨胀。因为通货膨胀并不取决于货币是用黄金核算，还是自由流通。里根总统执政后不久，推行的通货紧缩政策便证明这点，在成功消除通货膨胀，促进经济发展前，他首先大幅度提高利率，继续加重卡特政府留给他的经济危机。

从第二次世界大战以来，金本位制便没有发挥过作用。想让金本位制解决我们这个时代的重大问题，未免要求太高了。金本位制失败的原因，在于接受了一个完全错误的事实。

稳定只是幻想

直到被欧洲中央银行取代前，德意志联邦银行一直推行紧缩的货币政策，阻碍德国在统一后创造第二个经济奇迹的机会，其口号是稳定、稳定、再稳定，目标在达到零通货膨胀率。多年以来，美元兑马克的汇率一直被低估，所以原料的进口愈来愈便宜，这正是联邦银行想要的。然而，在出口产品占 40%，贸易持续保持顺差的国家，这种政策却扼杀了几十万个就业机会。由于竞争压力愈来愈大，企业被迫不断进行理性管理，或将生产线迁往国外，目前德国许多企业正是如此。稳定并不是唯一的生活目标，生活目标应该是和平、富裕，而且稳定应该是政治稳定，而不是货币价值稳定，才是最高目标。前德国总理赫姆特·施密特说得完全正确：“宁愿要 5%的通货膨胀率，也不要 5%的失业率!”轻度通货膨胀根本不会危害经济。绝对稳定只是一种幻想。能源、原料、生活用品，甚至劳动市场的价格，都在不断变化。很多商品的价格要看大自然的脸色：这次是橙子收成被冻坏了，接着又是咖啡豆收成被热浪烧掉了。所有商品和物资的价格在自由的经济环境中不断涨跌，受到各种事件和大众心理反应的影响。这种情况下，大家又怎能实现一种绝对的稳定呢?



第六章　行情上涨的秘密

货币之于证券市场，

就像氧气之于呼吸，

汽油之于引擎。

假如证券市场只受前一章所描述的因素影响，就会随着经济的发展缓慢向上涨。但我们知道，狗是来回奔跑的，证券市场在长期的经济成长过程中会多次反复大涨大跌。大涨之后，证券市场虽然很少跌回上涨前的水准，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但在这段时间，行情将来回波动得非常厉害，主要受中期性因素影响。

一是货币。货币对证券市场而言，就像氧气之于呼吸，或汽油之于引擎一样重要。没有货币，即使未来形势大好，世界充满和平，经济一片繁荣，行情也不会上涨。如果没有剩余的钱，就没人买股票。我们可以说，货币是股票市场的灵丹妙药。

货币＋心理＝趋势

但是单靠货币，股票市场也不会起变化，还要加上另一个心理因素。如果投资大众的心理是负的，即没有人想买股票，市场也不会涨。只有在货币和心理都呈正面时，股票指数才会上扬。两个因素都是负面时，指数就会下跌。

如果一个因素呈正面，另一个因素呈负面，发展趋势就会持平，也就是说，证券市场的行情平淡、无趣，不会出现大幅波动。我的公式由此得出，同时也成为我的信念：货币＋心理＝发展趋势。

如果某个因素略占上风，便会透过略为上涨或下跌的指数呈现出来，这要看哪个因素更强。只有当一个因素发生逆转，使两个因素同时变成正面或负面时，才会出现行情大涨或大跌。

结论是，如果大小投资者愿意，且有能力买股票，指数就会上涨。他们愿意购买股票，是因为他们对金融及经济形势保持乐观看法；他们购买股票，是因为口袋里有足够的资金。这就是行情上涨的全部秘密，即使是经济呈现不利的态势，都适用。同样的机制也会起反作用。当一般大众非常悲观，负面评价未来，而且缺少现金，一方面因为大众可以将钱投资到其他地方，例如房地产、储蓄或债券，赚取更高的利率，一方面也因为贷款取得更加困难。如果缺少想象力和货币，指数就会跌到谷底。

我认为对中期证券市场，货币比想象力更具决定性作用。如果货币因素是正面的，那么到了一定时候，心理因素也会变成正面的。

如果有很多剩余资金留在金融机构内流通，据我的经验，这些流动资金的一部分最晚在九到十二个月之后，便会进入证券交易市场，虽然此时大多数的投资者对股票仍持负面态度。在此阶段，第一批的买进交易遇到的是完全净空的市场，这时指数开始上涨。上涨的指数使大众对股票产生兴趣，于是继续出现买进交易，吸引新的买主，如此循环不已。

股市评论家和分析家总能为行情上涨找到原因，因为经济面从来便不是全黑或全白的。如果无法说明当前的经济现状，必定会用未来的正面发展来解释上涨趋势。接着，正面的评价逐渐改变大众的态度，货币不断流向股票市场，使行情继续看涨。

反之亦然。如果货币因素是负面的，大众的心理状态在九到十二个月之后也会转成负面状态，即使经济第一线的消息仍相当正面，如果没有新的资金，行情还是无法上涨。如果大家期待的指数上扬没出现，第一批人就会失望地退出股票市场。第一批卖出交易把指数压低，引发进一步的股票出售，如此循环下去。这时评论家仍然可以找到负面消息，当成指数下探的理由，这时，整个气氛已经改变了。对于中期的证券市场发展，货币至关重要。因此，投机人士必须密切注意影响货币的各种因素。

证券市场像二手车市场

我已经解释过，证券市场不是经济状况的温度计。指数发展经常和市场状况背道而驰，景气好的时期，企业把所有资金用于直接投资，过去二十年，特别是美国，并未看到股票回购的现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相反，当企业需要筹措资金时，会向股票市场借钱，提高资本，如此一来，上市公司的股票数量增加，供给因此扩大。由于资产重组，某些公司甚至还会出售其他公司的股票，导致市场出现数量庞大的新股票。

证券市场和二手车市场相似。每当大汽车公司推出新车种时，汽车销售商便异常活跃，甚至在价格上对客户妥协，或免费提供特殊装备，这时二手车的价格就会下跌。反之，如果新车交货期要等上几星期或几个月，而且新车种并不吸引人，也根本不可能在价格上让步，这时二手车市场就会活跃起来，价格也随之攀升。

在证券交易所上市的股票便是资本市场上的二手车。如果资本市场充斥许多有趣的新上市有价证券，证券交易所的上市股票就会下跌。但如果新的投资标的愈来愈少，剩余资金就会流入证券交易所，也就是说回流到“二手车”市场。

资金闸门等着打开

德国的战后发展就是典型的经济形势和证券市场反向的实例。大规模的重建从 1948 年的货币改革开始，当时，证券市场可以运用的资本很少，尽管指数缓慢上升，但股价仍然停留在相对较低的水准，没有恢复到原来的实际价值，虽然当时的心理因素完全是正面的。

1952 年以后，工业大规模扩张，景气吸收了所有可以利用的资金，用于证券交易的资金所剩无几。每天早晨，我在报纸上都能看到自相矛盾的奇怪现象：公司取得傲人的成绩，红利增加，而指数却不停下跌。

为了在经济景气复苏阶段预防通货膨胀，德国政府采取限制贷款的措施，迫使企业发行新股票或债券。德国最大的几家企业发行利率超过 8% 的债券，在当时是非常高的利率，但大家却没有足够的资金购买这些债券，虽然大家普遍都很乐观。

股票市场看来毫无希望，当工业扩张的速度放慢，甚至出现停滞时，联邦银行放宽贷款规定，打开资金闸门。吸入第一口“氧气”后，市场重新活跃起来，证券价值直线上升，速度之快，前所未见。

多年来被压抑的涨势潜力，引发了真正的指数狂飙，因为资金和心理因素同时转成正面。正如我所确定的，资金是证券市场的氧气，过去如此，将来亦复如是。



第七章　证券交易心理学

投资者分两类，

固执的和犹豫的，

胜利者是固执的人。

我把证券市场对好、坏消息做出反应的强烈程度，称为市场技术状况。和多数人相反，我所理解的市场技术不是图表、量能图、随机分析方法，或其他乱七八糟的东西。对我来说，技术状态只和一个问题有关：股票掌握在什么人手里?

我把投资者分成两类：固执的和犹豫的。固执的投资者，是按我的解释下的投资者和投机人士，长期来看，是证券市场中的胜利者，他们的获利是由犹豫的投资者支付的。而证券市场中的玩家，就是犹豫的投资者。

固执的投资者和犹豫的投资者差别何在？固执的投资者须具备四种要素：金钱、想法、耐心，还有运气，当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年普鲁士陆军元帅冯·莫特克曾把这四点视为作战胜利不可缺的四要素。

是否有钱

根据我的定义，一个人是否有钱，关键不在于他有多少财产，而在资本是否完整无缺，有没有负债。例如，某人有一万马克财产，但他只花五千马克购买有价证券，而且不负债，这样就算有钱。相反，拥有一亿马克资产的超级富翁，花两亿马克购买股票，就不算有钱，因为他只有负债（价值两亿马克的股票减去一亿马克的自有资本，等于一亿马克的负债）。在股票交易生涯中，我有时也欠债，而结果几乎都是负面的。记忆中，最痛苦的一次经历是在50年代，当时纽约证券市场大涨，在我看来，当时具有革命性的新工业，如电子和计算机业前景看好，于是我买了这些企业的股票，因为想提高利润，我另外又融资买进，直到用完所有的信用额度。

当时美国总统是艾森豪威尔，他是战场上的英雄，却不是天才。艾森豪威尔在美国人民心中享有崇高威望，有关他和德国影星玛莲·黛德莉的恋爱谣言，对他丝毫无损。对华尔街来说，人民信任他们的总统，是非常重要的，至于他的政党属性，则是次要的。还有一年就将举行下届美国总统选举，大家相信艾森豪威尔将军将连任美国总统。我想，证券市场会提前反映。

但后来发生了出人意料的事。1955年，艾森豪威尔总统突然心脏病发。第二天，华尔街股票下跌了10%到20%，跌入谷底。我被迫履行义务，向经纪人追缴保证金，但由于信用额度已全部用完，不得不卖掉大部分股票，当然全都赔钱。这时艾森豪威尔能否成为总统候选人，似乎成了问题，大家担心事态继续恶化，严重的不安情绪蔓延开来。很多和我一样欠债的同事也不得不卖掉股票，于是更加快下跌速度。

几天后，艾森豪威尔的健康状况迅速好转，证券市场开始上涨，很快恢复到原来的行情，某些股票后来甚至涨了十倍，但对我来说，为时已晚。

几年之后，我再次陷入类似局面。1962年2月，我全力投入巴黎的证券市场，但这次没有借钱。当时，阿尔及利亚正在打仗，法国总统戴高乐将军想放弃阿尔及利亚，但因为法国人民在这个问题上的态度不一，他不得不反复权衡。这时又发生了意想不到的事，四名法国将军企图发动反戴高乐政府的暴动，他们想阻止戴高乐放弃阿尔及利亚，国家危机一触即发。当天晚上，巴黎的气氛高度恐慌，大家还传说伞兵占领了巴黎。

我决定第二天不到证券交易所去，我干嘛要再加重精神负担呢？于是我去“刘易斯之家”餐厅（一家国际知名的捷克餐馆，是当时影视界和新闻界名人聚会的地方）。当证券交易所的一位同事偶然走进餐馆，告诉我发生的事情时，我正在研究菜单，根本没想到证券交易所。他告诉我，真的发生了血腥的屠杀事件，股票崩盘。“是吗？”我轻松地问他，心平气和享受午餐。

我对戴高乐将军在这场冲突中胜出，深信不疑，而且因为没有借钱，所以也没什么好担心的。果然不出我所料，危机很快过去了。晚上，戴高乐将军发表著名的电视谈话，他向法国各界呼吁，这个时候全法国都站在他这边，四名不忠的将军缴械投降，从证券交易的角度来看，已经弥补了一半损失。第二天，“恐怖的屠杀”已经被人遗忘了。

从这两次经历中，我得出肯定的结论：绝对不要借钱买股票。

要有自己的想法

明智的投资者都有想法，至于想法是正确，还是错误，开始时无关紧要；重要的是必须三思而行，而且有想象力。投资者必须相信自己的想法，如果已定出战略，便不可再受朋友影响，也不可因当时的气氛或时事而改变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

初衷，否则再天才的思虑，也帮不上忙。因此，我还要在陆军元帅冯·莫特克的四个要素上，再加上一个要素：信念。

我在投机沙皇和德国债券的例子时，已经解释过想象力对投机人士的重要性。我非常赞同爱因斯坦说过的话：“想象力比知识更重要！”

以下经历可说明，有时投机家的想象力是无远弗届的。战争刚结束时，意大利的形势非常特别，这个国家几乎没有遭受战争损失，大多数工厂完好无损，但由于原料短缺，工厂无法开工，而且意大利也无法购买原料，因为没有外汇。

意大利和美国共同计划，帮意大利摆脱了困境。根据雇佣工作合约，美国向意大利提供毛线、棉花、人造丝等原料，这些原料在意大利的工厂加工后，一部分成品当成款项运回美国，其余则在国内市场销售，甚至出口到欧洲其他国家。从 1946 年开始，意大利的纺织业欣见新繁荣，米兰证券市场也获新生。

在美国，大家对欧洲的评价比较乐观，当我从美国到欧洲时，惊讶地发现，米兰大教堂附近的高级商店，各种棉制品、丝制品和毛线制品琳琅满目。我立即萌生投机兴趣，我向一位朋友咨询，他是米兰证券交易所的经纪人。“现在才投资太晚了，”他说，“好的股票已经涨得太高，行情太贵，而那些行情不好的股票，又没有看涨的理由。”我刚从美国回到欧洲，对欧洲的情况还不熟悉，他肯定比我了解得多。于是我对他的看法表示满意，只好放弃吃这块“蛋糕”。

还需要一点运气

投资者当然也需要运气。战争、自然灾害、政局变动、新发明或骗局，都可能破坏投机的前提条件。例如，投资者把赌注押在生产减缓某种严重疾病，例如风湿病的制药企业上，但过没多久，一家和制药企业竞争的生物工程企业，却出人意料地发现治疗风湿病的药品，这时投资者的预测便永远不会应验。他的分析虽然正确，但治疗药品的发现彻底改变了前提条件，让这条件变得毫无价值，这是他无法预知的。除了金钱、想法和耐心外，固执的投资者还需要运气。只要缺少其中之一，都会马上变成犹豫的投资者。

投资者如果缺少资金，甚至有债务，就不可能有耐心。似乎永远都是如此，开始时，一切都是另一番面貌，指数和投资者的设想背道而驰，他不得不在事情对他有利之前，便售股兑现。

投资者如果没有想法，就不会有策略，在此情况下，也不可能有耐心，因为他只会受情绪支配，随着众人起舞，别人买，他也买；别人卖，他也卖。

如果本来就没耐心，那么金钱和想法对投资者也不会有任何帮助。他不可能等到“减一”出现，因为在想法实现之前，只要遇到一点风吹草动，他就会把所有股票赔钱卖掉。如果他总是一再缺乏最起码的运气，那么总有一天他会对自己和自己的想法失去信心，也会因此再次失去耐心。

股票市场的技术状况，也就是说，市场对好消息或坏消息的反应程度，只取决于一个问题，股票是掌握在固执的投资者手中，还是掌握在犹豫的投资者手里？如果固执的投资者掌握了大部分的股票，好消息就会有活跃市场的作用，而坏消息则不会造成任何反应。

但如果股票控制在犹豫的投资者手中，即使特别好的消息也发挥不了作用，相反，坏消息却会以失败告终。我称第一种情况为“过度买进”的市场，第二种情况为“过度卖出”的市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第八章　暴涨和崩盘是分不开的搭档

崩盘通常以暴涨为前导，

而暴涨都以崩盘收尾。

一再重复。

1982年至1987年间的证券市场走向，是很典型的轮回过程，其实不论是股票、债券、原料、外汇，还是房地产市场，都遵循着同样的模式，包括过热阶段在内的涨跌，都是人类心理的反应，一种介于恐慌和自负间的舞蹈。暴涨和崩盘是一对分不开的搭档，在经济荣景下，暴涨的行情渐渐吹胀，最后不幸变成一个气球，用一根针刺一下就能戳破。这是个永恒的法则：每次证券市场中的崩盘和溃散都以暴涨为前导，而每一次的暴涨都以崩盘收尾。证券市场四百年来的历史便是一连串由暴涨和灾难所交织成的，其中大多数早被人遗忘，但有些事件改变了整个世界，被加载史册中。

17世纪郁金香灾难

美丽的郁金香成为崩盘和暴涨的象征，这真是命运之神的讽刺。直到今天，对没有经验的玩家、基金经理和投资顾问来说，仍是座警钟。这种花几乎震撼了这个平时平静的国家。17世纪荷兰的经济欣欣向荣。一位由德国皇帝派到土耳其的公使布斯贝克，对一种被土耳其人称作“涂班”（Turban）的鲜花百看不厌。布斯贝克把这种花带到西方，而花的名字则变成“郁金香”。不久，大家便能在奥格斯堡富格家族的花园里欣赏这种花，园丁们努力使这种娇弱的花适应北国阴冷的气候，多年后，荷兰人才疯狂爱上这种花，而且到了痴迷的地步。

在成为荷兰人疯狂喜爱的花之前，郁金香不过是一般市民房子里的色彩点缀物，后来却逐渐成为社会地位的象征。女士们精心挑选搭配她们香闺颜色的郁金香，在别墅里的郁金香地毯，色彩华丽，甚至超过东方地毯。大家乘坐用郁金香装饰的马车去散步，每天都有鲜花节、选花大赛。搜集邻居没有的郁金香稀有品种，成为礼仪和时尚，郁金香成为社会地位的象征，和今天的现代名画收藏一样。

……

1929年崩盘的典范

和发现美洲大陆或法国大革命一样，美国1929年的经济灾难，彻底改变了西方世界的面貌和社会结构，直到今天，这场灾难仍像幽灵一样出现在我们的生活中。对许多人来说，1929年是个转折点，有几十年的时间，大家在交谈中经常听到这样的说法：“请你记住，这是1929年以前”或“这是1929年以后”。

但在十月份那个黑色星期四之前，曾经有过许多愉快的星期和快乐的年代，之前大家生活得很好。“上帝的国家”美国，在重新寻回的繁荣天堂里，活力四溢。美国从第一次世界大战前的债务国，变成全世界的债权国，工业生产持续增长，消费也同样稳定提升，这两者都在贷款这一剂灵丹妙药的刺激下成长。

所有的农业或工业原料、所有的有价证券，都不断上涨。华尔街证券交易所里的电传打字机，以令人眩晕的速度吐出几公里长的白纸。所有的美国人，中产阶级、小人物，还有一抵达爱丽斯岛的新移民，都仿效财阀，进行投机。市场早已处在上涨的第三个阶段，投机基础建立在底部摇摇欲坠的庞然大物上，只有少数人清醒地认识到这点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第九章 “逆向”是成功的要素

只有少数人能投机成功；

关键在与众不同，

并相信自己：“我知道，其他人都是傻瓜。”

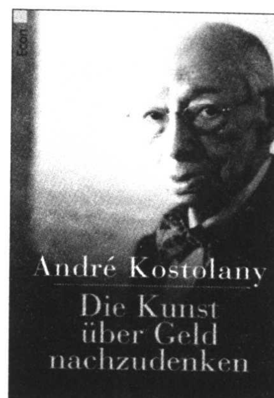
在证券交易的轮回过程中，投资者要怎么做才能成功？在描述了暴涨和随之而来的崩盘后，回答这个问题并不难。显然，你必须是位固执的投资者，而且必须逆向操作。

在第三阶段，也就是在行情下跌的过热阶段，你应该买进，即使价格继续下跌，也不必害怕。因为，就像老投机家在布达佩斯粮食交易所说的：“小麦跌时，没有买小麦的人，小麦涨时，没有小麦。”在上涨中的第一阶段，你应该继续买进，因为这时已经越过了最低点。在第二阶段，你应该只作观众，被动地随着行情波动，在精神上做好准备，在第三阶段，即普遍亢奋时退出市场。

判断市场处于哪个阶段

全部的技巧，就在于判断市场是处在哪个阶段。经验丰富的投资者凭着敏锐的观察力，可以感觉到市场处在哪个阶段，虽然他并不能每次都用言语表达出来。但正如没有完美无缺的投机一样，并没有这方面的教科书，也不存在大家可以盲目利用的方法。因为假如真是这么简单，那么每个人都可以在证券交易所里讨生活了。只有根据长期积累的经验，才能让人具备敏锐的观察力。即使最狡猾的投机人士也会出错，有时为了积累辨别超买或超卖的征兆、提示和某些信号所需的经验，他甚至必须出错。例如，在出现不利消息时，市场并没有下跌，就是市场出现超卖，行情已接近最低点的征兆。这时股票已掌握在固执的投资者手中，他们对不利消息不感兴趣。他们有自己的想法，相信会出现更好的时机，他们手中的股票都已付清，遂有耐心等待更有利的消息。相反，市场对有利消息不再有反应，就是超买和行情暂时处在最高点的信号。在这种情况下，犹豫的投资者手里抓满股票，尽管有利多消息，他们也无法买进股票。固执的投资者虽然有现金，但在这样的行情下却不想买进。成交量提供了另一个信息。如果行情下跌时，某一段时间里成交量很大，这表示有大量股票从犹豫的投资者手里，转移到固执的投资者手里。甚至可能发展成犹豫的投资者卖光了所有股票，这时股票正躺在固执的投资者的保险柜里。直到后来，指数上涨时，这些股票才会从保险柜里露出来。

也就是说，如果成交量增加，行情仍然继续下跌时，就是已经接近下一次上涨起点的信号。但多数情况下，指数此时处在不合理的低点，这种局面应归咎于大众的歇斯底里和股票持有人的普遍抛售。这是行情过度下跌中的第三个阶段，在这个阶段，犹豫的投资者把所有的股票卖掉，甚至包括原来留下来最好的、最抗跌的股票。但当成交量小，且指数还继续下跌时，就表示市场前景堪虑。因为在这种情况下，股票还掌握在犹豫的投资者手里，他们还在等市场恢复元气，不过如果行情继续下跌，他们会突然恐惧起来，而把所有股票低价卖掉。



《一个投机者的告白》
德文版封面

我不同意一般所谓成交量小时，行情下滑并不重要的看法。赞成这种观点的人会说，大众在这种情况下并没有抛售股票。但是这没有说明任何问题，重要的是，股票还掌握在犹豫的投资者手里，他们今天没有卖掉股票，并不表示他们不会在明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

天、一个星期后，或一个月后，把所有的股票卖掉。相反，当成交量愈来愈大，股票还不断看涨时，也是前景堪虑。因为成交量愈大，表示股票市场愈容易受伤，因为这时证券市场刚好进入上涨的第三阶段。

我也反对大家对成交量大时，即有利指数上涨的看法。大家认为，大众在这种情况下购买股票，是好现象。确实如此，但这只是就他们购买股票的这一天而言。我的意思是，那些犹豫的投资者买股票，真的是好现象吗？他们下个星期也会买股票吗？难道这些股票不会在下个月重新出现市场？犹豫的投资者不具有立刻把股票脱手的危险吗？反之，当成交量小时，如果指数看涨，这种情形就非常有利，虽然交易者会声称这种市场状况无足轻重。当然，因为经纪人只对大笔佣金感兴趣，所以他们认为成交量小的股票市场没有意义。然而，事实是股票还一直掌握在固执的投资者手里，并没有转移到犹豫的投资者手中，所以指数肯定还会继续看涨，也会吸引犹豫的投资者，而固执的投资者就等着把股票卖给犹豫的投资者。

勇于与众不同

当同事、朋友、媒体和专家都建议卖掉股票时，采取和这些看法相反的做法，是非常困难的事，尤其对没有经验的投资者而言，更难。连那些懂得这个理论，并想遵守的人，也在大众心理压力下，在最后一刻改变自己的看法，说服自己：“虽然从理论上讲，我现在必须进场，但这次形势不一样。”直到后来情势明朗，即使是这一次，逆向的处理方法仍是最好的方法。大家必须训练有素、冷静，有时甚至必须玩世不恭，不理会大众的歇斯底里，这是成功的前提条件。因此在证券交易所，只有少数人能投机成功，所以投资者必须勇敢、全力以赴、明智，甚至表现得自负些。勇敢地对自己说：“我知道，其他人都是傻瓜。”即使投资者能作到不理会大众的不安情绪，在指数过度下跌时买进股票，然而这才是考验的开始。之后，他还必须有强悍的神经，坚持保留股票，即使行情继续下跌。而这也就存在因损失严重，而精疲力竭、失去理智的巨大风险。即使克服了这种障碍，市场开始上涨，投机者还要面对回跌的情形，在指数持续上涨过程中，行情回跌总是一再重复出现。如果不明白这种发展过程，就必须重新评估情势。如果诊断表示只是暂时性的干扰，就要立场坚定，不气馁。

买进或卖空，你选哪边

迄今为止，我一直从买进投机者的角度观察“科斯托拉尼鸡蛋”，但大家当然也可从卖空投机中获利。卖空是如此操作的，卖空投机者或大家称为熊的人，今天以一定价格卖掉某种他手里没有、以后才买进的有价证券。他暂时保留自己的买单，因为他相信明天股票的价钱将比今天低。卖空投机的人就像先出售还没有猎杀到熊毛皮的猎人，他也可能打不中，所以必须以更高价格向其他猎人买，才能履行先前的交易，而这也正是卖空投机的风险所在。



第十一章　从股票交易所到交易股票

股价永远不会等于公司实际价值，

否则，

就不会有证券交易所了。

到目前为止，我只分析股票市场，但只有手中握有正确股票的人，才能赚到百分之一千或至百分之一万的巨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

额利润。如此出场是我的有意安排。根据经验，没有人的选股技术，可以好到即使股市普遍下跌也能赚到钱。如果指数趋势往下走，只有极少数的几种股票能摆脱盘势，充其量是成长型行业可以维持原来水准，这些行业中最好的企业也许能有发展，但是谁能事先知道，哪些企业是属于这类型？不论在任何地方，都无法指望指数迅速上涨。如果货币因素不利，大家也不会有多余的钱购买具潜力的股票，但如果证券市场趋势转变，影响货币的因素转为正面，这时成长型股票就会像火箭一般直线上升。

在指数呈现上涨的过程中，如果流动资金充足，那些经历过黄金时代，或正处在于萎缩中的行业，也能保持良好的状态。不过一旦出现跌势，这些股票便会骤然下跌。所以结论是，在指数上涨过程中，即使是最差的投机人士也能赚到一些钱；而在指数下跌过程中，即使挑到好股票的人也赚不到钱。因此投资最看重的是普遍的趋势，其次才是选股，只有投资经历至少二十年之久的投资者，才用不着太关心整体发展趋势。

成为富人的机会

如果整体发展趋势呈正面，投机人士便必须找出成长潜力最大、机会最好的股票。首先，必须知道哪些行业将从未来发展中获利，在发现行业后，还必须从中筛选出发展潜力最大的企业，再购买这些公司的股票。但是小心！诚如我提醒自己的原则：证券交易所中人尽皆知的事情不会让我激动。当大众发现成长型行业时，指数通常已非常高，包括今后几年，甚至几十年的增长，都已先行反映在指数上了。科斯托拉尼鸡蛋的原理当然也适用于具体行业，甚至是具体的股票。当整个市场还处于上涨过程中的第二阶段时，股票极有可能被超量购买。行业的繁荣和衰退，总是遵循相同的模式，开始时，出现大量新企业，这些企业生存的市场成长快速，即使最差的企业也能生存。随后该行业成长缓慢，速度减缓，对品质的要求提高。过程就像筛子，大多数企业无法克服发展过程中的缺陷，于是灭亡，或是被合并，只有具竞争力的企业生存下来。如果该行业再度出现衰退，便开始第二次筛选，所有企业都亏损，只有非常有实力的企业才能度过危机。最后，少数大集团共享市场。今天，大家称他们为全球玩家。

分析家的荒唐词汇

许多分析家和经纪人在评价有价证券时，将之区分成投机型和保守型，我认为这种区分过于肤浅，甚至是错误的。重点不在大家投资股票的品质，而是投资的数量，如果一位大资本家用少量的钱，购买一种相对没有把握的科技股，那不算是投机，而是计算过风险的保守投资。但如果是一个小人物用超过自己资产的金额，也就是透过融资购买“最安全的”标准股，才是非常危险的投机。大家必须时刻牢记，投机型和保守型的区别，只是比例上的问题。同样，我认为分析家经常说的“继续持有”建议，完全是胡闹。如果证券账户，放着我已不会再买进的股票，那我便必须卖掉，有什么理由要保留显然已不会再上涨的股票？手续费大概是唯一理由，但在这个可以打折扣的经纪人时代，手续费不是问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《证券分析》



【美国】本杰明·格雷厄姆（1894～1976）

如果稳健投资的领域出现萎缩，似乎我们应该转而进行理智的投机，所依据的理论就是良好的投机当然要比不良的投资要好。但是在此我们必须承认投机者的心理因素对其成功构成强烈的威胁。从因果关系来看，投机者随着价格的上涨而越来越乐观，随着价格的下跌而越来越悲观，因此从本质来看，只有少数同道将失败的情况下，他自己却总是能成为赢家。所以，在投机方面的培训，无论多么精妙多么全面，对个人来说都是埋下了不幸的根源。许多人都是被由此引入市场，初期小有收获，最终几乎人人惨败。

如果投资无利可图，而投机又充满危险，聪明人该采取什么对策呢？也许应该把注意力集中到那些价值被低估的证券上来——那些通过仔细的分析而发现它们的市场价格低于内在价值的债券或股票。这方面的投资机会会丰富多彩。不可否认，寻找低价证券的做法也容易出错，而且在近年的金融市场中实施起来也比较困难，且效果不尽如人意，但在通常情形下，这种做法可以产生较好的平均效果。而最重要的是，它代表了一种基本稳健的态度，成为在投机热潮中的一种有效的保护手段。

——引自《证券分析》

从1921年到1929年的9年间，华尔街股市投机成风，道琼斯工业股票平均值由1921年的63.90点一路飙升到1929年的381.17点，整个华尔街富翁云集。但在1929年股市崩盘后，很多精明、谨慎的投资人也都被卷入了这场劫难，落得濒临破产。当时，身为私募基金经理的本杰明·格雷厄姆也未能幸免，几乎破产。在巨大的痛苦和压力下，他一边苦苦反思，一边努力试图使投资者振作起来，在不景气的环境中寻找机会获利。早在经济危机尚未结束时，格雷厄姆就开始在哥伦比亚大学商学院讲授证券分析课程，经历了股市投资的起伏跌宕后，他在戴维·多德的协助下，整理讲课教案，并从1929年起开始了《证券分析》一书的撰写工作。1934年年底，格雷厄姆终于完成这部划时代的著作，并由此奠定了他作为“华尔街教父”的不朽地位。

在20世纪初叶，大部分金融家不怎么懂数学，甚至连一些简单的财务比例都算不清楚。那个时代的金融家热衷于谈论模糊的“消息”和“期望”，而不是明确的数据和事实。格雷厄姆从年轻的时候起，就非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

痛恨这种模糊的投资理念，尤其是不经过大脑分析、只凭热血冲动的盲目乐观的投资理念，他终其一生都是非常谨慎的防御型投资者，他所创造的“价值投资”理念与其说是为了争取投资收益，还不如说是为了尽可能地回避投资风险。在《证券分析》这部名著中，本杰明·格雷厄姆进一步丰富和发展了自己先前的证券投资理论，系统地阐述了投资选股的秘诀——当价格低于内在价值时投资，并且相信市场趋势会回升。《证券分析》一书所阐述的计量分析方法和价值评估法使投资者少了许多的盲目，增加了更多的理性成分。这本著作一出版就震动了美国和华尔街的投资者，一时之间，该书成了金融界人士和投资界人士的必读书目，如果整个证券研究领域的书籍全部被焚烧了，仅仅凭借这样一本书，这个行业也必将重建。





被称为“证券分析之父”的本杰明·格雷厄姆是华尔街上的权威人物，现代证券分析和价值投资理论的奠基人，对于许多投资界的传奇人物都产生了深刻的影响。本杰明·格雷厄姆和戴维·多德合著的《证券分析》问世至今70多年，已发行5版，多达500万册。这部著作是华尔街的经典，也是奠定格雷厄姆声誉的里程碑，有些学者将它奉为“华尔街圣经”。

格雷厄姆在华尔街惨遭重创和苦苦支撑的时期，也正是他关于证券分析理论和投资操作技巧日渐成熟的时期。在格雷厄姆的《证券分析》出版之前，道氏学说是股市投资中最早提出的股市技术分析理论。其核心是如何通过股票价格或股市指数的历史轨迹来分析和预测其未来的走向和趋势。在格雷厄姆写作《证券分析》的同时，菲利普·费舍提出了一个学说，认为可以增加公司内在价值的因素有两个：一是公司的发展前景，二是公司的管理能力。格雷厄姆的《证券分析》与道氏学说和费舍学说研究的着眼点是截然不同的，他所涉及的是一个到他为止尚无人涉足的领域。

首先，格雷厄姆统一和明确了“投资”的定义，区分了投资与投机。在此之前，投资是一个多义词。一些人认为购买安全性较高的证券如债券是投资，而购买股价低于净现值的股票的行为是投机。而格雷厄姆认为，动机比外在表现更能确定购买证券是投资还是投机。借款去买证券并希望在短期内获利的决策，不管它买的是债券还是股票都是投机。在《证券分析》一书中，他提出了自己的定义：“投资是一种通过认真分析研究，有指望保本并能获得满意收益的行为。不满足这些条件的行为就被称为投机。”格雷厄姆的《证券分析》一书在区分投资与投机之后，所作出的第二个贡献就是提出了普通股投资的数量分析方法，解决了投资者的迫切问题，使投资者可以正确判断一只股票的价值，以便决定对一只股票的投资取舍。在《证券分析》出版之前，尚无任何计量选股模式，格雷厄姆可以称得上是运用数量分析法来选股的第一人。

格雷厄姆在1949年至1951年撰写《证券分析》第三版时，认识到股票已经成为投资者投资组合中的重要组成部分。在1929年股市暴跌后的二十几年里，许多学者和投资分析家都曾对股票投资方法进行研究分析。格雷厄姆根据自己的多年研究分析，提出了股票投资的三种方法：横断法、预期法和安全边际法。

格雷厄姆在《证券分析》第三版中首先提出了日后被称为“价值投资”的投资思想：首先，股票市场的价格波动带有很强的投机色彩（格雷厄姆把股票市场形容为一个喜怒无常的“市场先生”），但是长期看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来必将回归“基本价值”（即公司资产和营利能力的实际价值），谨慎的投资者不应该追随短期价格波动，而应该集中精力寻找价格低于基本价值的股票；其次，为了保证投资安全，最值得青睐的股票是那些被严重低估的股票，即市场价格明显低于基本价值的股票，这些股票能提供足够的“安全边际”。“市场是一种理性和感性的掺杂物，它的表象时常是错误的，而投资的秘诀就在于当价格远远低于内在价值时投资，等待市场对其错误的纠正。”这句名言成为了价值投资者的最终理论基础。

作为哥伦比亚大学的教授，格雷厄姆有着严谨的思维，优美的文笔。迄今为止，有关投资方面的著作很少可以与《证券分析》相媲美。20世纪90年代中期，美国证券界掀起了一股热潮，其主题是对本杰明·格雷厄姆价值投资观念进行二次发现。之所以会这样，主要原因是以沃伦·巴菲特为代表的价值投资学派与主流的效率市场理论相互竞争，而巴菲特则取得了显著的成功。巴菲特的成功从侧面验证了价值理论的重要性，也使越来越多的普通投资者开始重新阅读格雷厄姆的著作。格雷厄姆忠实的追随者沃伦·巴菲特、马里奥·加百利、约翰·乃夫、麦克·普瑞斯和约翰·波格已经成了新时代的金融大师，他们仍在使用书中阐述过的方法进行投资，不断地创造新的巨额财富。《证券分析》确实能够“经受叵测的未来的考验”。



来自“证券分析之父”的启蒙教程



证券分析在我国还是一个十分年轻的行业，虽然它发展很快。经过几年的时间已初具规模，为促进证券市场健康运行发挥了积极作用，但总的看来，还远远落后于市场发展的需要。随着我国证券市场的发展，投资者、管理者和专业人士对市场风险有了更深入的认识和理解，高质量的证券分析已经成为市场运营所不可缺少的基本信息来源。他山之石，可以攻玉。对于缺少基本理论著作、缺少标准通用教材的中国证券行业来说，《证券分析》一书的推出是一件很有意义的事。它对培养正确的投资理念和促进证券分析行业的发展都会有所裨益。



《证券分析》的三点启示

《证券分析》所揭示的投资原理，对投资者仍然具有重要的启示作用：

启示一：投资的首要问题——正确区分投资与投机。

投资与投机的区别曾经几乎是众所周知的，但是随着“投资”的概念被滥用和泛化的现象日趋严重，两者的区别正在被人们有意无意地淡忘。

投资和投机不是道德上的区别，而是两种完全不同的态度、方法，格雷厄姆在书中作了科学、明确的区分。更进一步说，投资和投机也是两条道路的区别：抱有真实投资的态度，把投资当生意来做，就如同选择了一条康庄大道，你的前途无疑是光明的，快乐、长寿而且富有；抱着投机博弈的态度，把股票当成一张纸来炒，就好比选择了一条崎岖小路，你的未来可能是暗淡的，变成股市“三赔”(赔钱、赔时间、赔精力)。

股市里总会有一部分人投机，危害最大的还不是投机本身，而是盲目投机且不自觉，一遇风险，后果是灾难性的。

启示二：投资的最高原则——绝不亏本。

“第一条原则：永远不要损失；第二条原则：永远不要忘记第一条。”这是格雷厄姆非常著名的投资哲学，并为巴菲特等投资大师所继承。其核心是安全边际思想，成为贯穿全书的主线。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

证券分析已经成为美国各大商学院中的基本课程，不仅是证券专业人士的首选，同时也是普通工商业学生的必修课程。而《证券分析》一书在长达 70 多年的时间里充当了无数美国杰出投资家的启蒙教程，再加上本杰明·格雷厄姆与戴维·多德两人在华尔街创下的不朽业绩，使得它成为投资方面有史以来最有影响力的著作。从它于 1934 年问世以来，至今仍是人们最为关注的书籍。

当然，在经历了 70 年的漫长时间和 4 次再版之后，该书已有所改动，其语言更符合现代人的习惯，添加了新的素材，更新了书中的比喻和实例。由于时代的变迁，这些变化都是必要的，也是恰如其分的。

证券分析业的发展是证券市场发展的必然结果。首先，上市公司和上市品种在不断扩大，市场信息在不断增加，评估证券所需的参数和工具越来越多、越来越复杂。其次，市场信息的不对称性强化了证券分析工作的必要性。证券分析的基本作用正是通过识破公开信息中矛盾、不一致和被扭曲、掩盖的地方，提示出证券品种的投资或投机价值，为决策提供依据。另一方面，市场容量的增加，也为证券分析提供了用武之地，推动这一行业的快速成熟。

在投资决策领域中，证券分析的功能可以划分为三项：

第一项是描述功能，包括收集同某一证券相关的重要事实，以及证券市场运营和宏观经济面的背景资料，再以一种一致的、明了的方式给予表述，从而为判断提供事实基础。

第二项是选择功能，涉及决定购买、出售和持有某一证券的工作。在这一功能中，最重要的是如何设定标准，使得证券的内在价值与券面价值之间的差异得以暴露。

第三项是评判功能，涉及如何将标准应用于特定的事实。在这一功能中，证券分析师关心的是选择标准的有效性和实用性、证券的安全性，以及“事实”本身的可靠性。

可以说，通过上述三种功能的综合发挥，证券分析为充斥于市场中的混乱的公开信息建立了秩序，而证券分析家的权威完全取决于他能否尽量避免错误、纠正失误，为公司和客户提供正确的决策依据。

但必须指出的是，证券分析不能排除证券投资的风险。同样，它也不可能减少外部环境变化所导致的风险。进行证券投资分析，除了要掌握一般的技术规则外，还必须认真地跟踪、分析和掌握国内外宏观经济形势、技术发展的动态与趋势，跟踪、分析和掌握影响企业发展的非经济因素的动态，做到既能以不变

《孙子兵法》首篇说：“兵者，国之大事，生死之地，存亡之道，不可不察也。”在军形篇中说：“故善战者，立于不败之地，而不失敌之败也”、“胜兵先胜而后求战”、“古之善战者，胜于易胜者也”。其中包含的智慧与格雷厄姆的投资最高原则是完全一致的。也就是说，安全第一，把规避风险放在首位，不打无把握之仗，永远不要损失，是股票投资真正的大智慧。遗憾的是，这样的智慧只有少数极具天赋的人才能领略。

启示三：做坚定的价值投资者。

格雷厄姆被称作“价值投资之父”，但他在本书中从未使用过“价值投资”一词，而似乎更倾向于把他的投资方法称为“安全边际法”。不过，既然投资、投机难以区分，投资这个概念已泛滥成灾，“价值投资”这个术语却正好将错就错派上用场，作为“投资”的代名词。

在他自己的投资实践中得到了充分验证、更为巴菲特等投资大师的伟大实践所证实的格雷厄姆式价值投资法，具有巨大的优势，在中国股市的实践也取得了初步的成功。因此，中国投资者应该充分认识到价值投资的有效性、持久性和普遍适用性，自觉地做一名坚定的价值投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

应万变，又能审时度势、及时调整，以平和恬淡的心境面对充满惊涛骇浪的股市风云，心不贪、眼不花、神不慌、手不乱，化有为无，于无生有。

应该说，该书作者格雷厄姆的理论具有很强的实用价值，因为他强调标准、规范。在格雷厄姆构建自己理论体系的时代，美国证券市场的监督管理机制还很不完善，黑箱操作不断。而格雷厄姆理论的精髓就在于指导投资者如何透过种种假象去分析和获取上市公司的真实数据。在他看来，有些公司公布的资料是经过修饰、掩盖的，如何分析、整理它们，使之露出本来的面目，这就要借助一些方法。只有通过真实的信息，投资者才能决定取舍。而这种通过数据材料的分析，揭露公司报表和其他公开资料中隐瞒、歪曲等问题的方法，也正是当今广大投资者所迫切需要的工具。（王　益）



大师的良知

刚刚读完本杰明·格雷厄姆的《证券分析》，感触良多。

了解格雷厄姆起始于《巴菲特：从 100 元到 160 亿》，巴菲特这位世界前首富对他老师的感恩之情溢于言表，即便已经功成名就也仍然不敢忘记老师的教诲。在伯克希尔的年报中，巴菲特经常引用老师在写给新手投资者的《聪明的投资者》中的一些话。每一个对巴菲特积累财富奥秘感兴趣的人也同样对他的老师都有过什么样的著作流传于世深感兴趣。而《证券分析》——这部格雷厄姆最为著名，也是引领了价值投资学派、被格雷厄姆的信徒称为“圣经”的书更是不可不读。

对于权威，我向来是先怀着三分怀疑的。在没有系统地了解对象的学术观点之前，任何结论都是武断的。但当我合上厚达 700 余页的《证券分析》时，最想表达的是对格雷厄姆教授深深的感激。

长达半个多世纪的惊心动魄的股市沉浮，1929 年的破产遭遇，对股市中人性丑恶一面的深刻洞察，都丝毫没有动摇格雷厄姆对价值投资的信心，更没有泯灭他作为一个正直的投资者的良心。在整部著作中，我时时刻刻都能体会到格雷厄姆对中小投资者，尤其是对初入市的投资者的细致入微的关心和保护。比如他对固定价值类投资浓墨重彩的描述（占全书篇幅的一半以上），对公司财务报表骗术的无情揭露，对投资者投机心态的一再纠正，都是本着希望读者获得合理的、安全的回报为目的的。

值得一提的是，《证券分析》一书出版于 1934 年，实际撰写的时间起码在 1933 之前。这是 1929 经济危机余波未消的敏感时期。经历了无情的、摧毁性打击的股民纷纷偃旗息鼓，股票、投资一时间成为了人人避讳的话题。因为它会牵扯出太多痛苦的个人回忆了。尽管格雷厄姆也是其中的受害者之一，但他却努力在投资市场最黑暗的时候寻找光明，帮助人们重新树立投资的信心。而这种信心对于日后美国股市的重建和恢复是极为重要的。

与他的弟子巴菲特相比，格雷厄姆本人对于单纯的积累财富并无太大兴趣。他更醉心于传播他的价值投资理论，并帮助证券市场形成日趋健康的投资氛围。这本不是他的分内事，但是他却做到了。

巴菲特是幸运的，在遇到格雷厄姆之前，他也只是众多寻找普通商业机会的芸芸众生之一，凭借聪明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和对机会的敏感，巴菲特曾赚过一些钱，但仅仅靠这种积累财富的方式，他再活10次也不可能积累起现在的财富。而格雷厄姆的著作——《聪明的投资者》帮他看清了真正属于自己的道路。认真阅读过《证券分析》后，我发现巴菲特的年报中很多充满哲理的箴言根本就是完全"抄袭"自他老师的《证券分析》的。巴菲特自己也承认，他的投资理念是85%的格雷厄姆加上15%的费舍。仅仅是遵循了格雷厄姆的"安全边际理论"，就让其受益终生。很难想象如果没有格雷厄姆这样的领路人，巴菲特今天会是什么样子。而相比巴菲特，格雷厄姆当年可是从股票价格抄写员白手起家的，没有人引领他的投资之路。从这个角度讲，我认为格雷厄姆比巴菲特更伟大。甚至巴菲特捐赠给后世的数百亿美元也无法超越他老师——格雷厄姆传道的价值。（佚　名）



第4章　投资与投机的区别



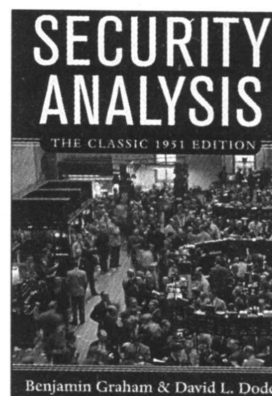
投机与投资的区别几乎是众所周知的，但当我们试图准确地给予定义时，却遇到了较大的困难。其实下面这种玩世不恭的定义也是有几分道理的，即投资是一次成功的投机，而投机是一次不成功的投资。可以想当然地认为美国国债是一种投资工具，而普通股，比如美国无线电公司股票——这家公司在1933年既无利润和股息，也没有有形资产的支撑——必定是投机工具。但是对美国国债同样可以进行最典型意义的投机操作（比如大量买入，期待其价格迅速上涨）。而另一方面，在1929年，美国无线电公司的普通股却被广泛地认为是一种投资工具，而且被主要的投资信托公司作为投资组合的一部分。

如果能给这两个事物下一个准确的、能被广泛接受的定义，那当然是一件好事，因为至少我们应该了解我们正在谈论的是什么。而另一个更为重要的理由是：1928年~1929年的市场过热和随之而来的崩盘在某种程度上正是因为人们没有正确地区分投资与投机这两个截然不同的概念。所以我们将对这个问题进行比较彻底的阐述。对此，最好的方法也许莫过于先对人们通常所理解的这两个概念的含义做一个批评性的考察，接着再努力提炼出一个正确并且明确的定义。

通常认为的投资与投机的主要区别包括：

投资	投机
1. 选择债券	选择股票
2. 足额支付	保证金交易
3. 永久持有	快速换手
4. 目的是获得稳定的收入	目的是获得可观的利润
5. 选择安全的证券	选择有风险的证券

对比中的前四项都有一个优点，就是都很明确，而且它们中的每一项也都刻画了一个适用于一般的投资或投机的基本特征。但是，在无数具体的事例中，上述标准并不非常适用。



《证券分析》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1 债券与股票——关于这第一项区别标准，我们发现这正是通常人们所广为接受的概念，而且至少有一个权威的声音也认为所谓投资就应该是局限在债券的范畴之中的。但也有一种得到普遍承认的观点，即优质的优先股应该属于投资工具，这两种立场显然是背道而驰的。不仅如此，如果认为所有债券都具有内在的，可作为投资工具的优势的话，那将是非常危险的。一张安全性低下的债券不仅是彻头彻尾的投机工具，而且还是毫无吸引力可言的投机工具。从另一个角度来看，如果仅仅因为一只安全性很高的普通股具有获取利润的可能，就把它归人投机一类，在逻辑上也是讲不通的。即使是公众舆论也承认这样一个事实，某些特别优秀的普通股是理想的投资工具，而购买此类股票的人士也属于投资者的范畴。

2、3 足额购买和保证金购买；永久与暂时持有——第二与第三项区别标准是基于一般的方法和目的，而不是投资或投机操作本身的特征。显然，足额购买股票本身并不足以使该笔交易成为一项投资活动。事实上，大多数最具投机性的股票正是要足额购买的，因为没有人肯把钱借出去用于这种目的。相反，在战时，美国大众被鼓励去借钱购买战时公债，这些购买者的投资者身份也从来没有受到过怀疑。如果在金融市场的实践中遵循某种严格的逻辑——这是一个几乎不可能的假设——那么通常的做法将被倒转过来：安全的证券（投资）才更适合使用保证金交易，而高风险的证券（投机）应该足额缴款购买。

与此相似的是，永久持有与暂时持有的区分也只能是泛泛的，无法准确度量的。有一位普通股方面的权威人士在最近曾指出：所谓投资应该是购买者有意将该证券持有至少一年的时间。但是这个判断标准除了具有使用起来的便利性以外，在其他方面并没有突破。在某些情况下，这条标准显得有些不够准确。比如在实践中就有“短期投资”这么一种操作。而“长线投机”也是存在的（比如有人被套牢而被迫长期持有证券），而且有时候甚至有人会有意这么做。

4、5 收入与利润；安全与风险——第四与第五项标准也是紧密相连的，无论是专业人士还是一般大众，都承认此二者的联系程度要超过其他几项。在 1929 年以前的很长时间里，典型的投资者都将本金的安全和连续获得稳定收入置于最高的考虑地位。但是随着普通股成为长期投资的最佳工具，人们的注意重点也从眼前收入转移到未来收入，和未来的本金升值上来。具有新时代特征的投资，对收入的关心已经完全被对利润的追求所替代，而且投资者更加关注未来的趋势——这些特征正是当前投资信托业的通行政策——因而与投机的区别也变得非常模糊。实际上，这种所谓的投资的准确定义应该是对状态良好的公司的普通股的投机操作。

如果我们回到这样一个广为接受的观点，即投资的核心目标是获得收入，而投机的典型特征是追求利润，或者说资本增值，那显然是稳妥的。但这个标准是否抓住了投资与投机的本质区别也有些可疑。有许多案例可以证明有时候当前收入并不是投资的主要收益，比如银行股票，这些股票至今仍然被看作是富有投资者首选投资工具。这些股票的股息要少于高级债券，但是人们购买这些股票的目的是希望通过银行收入和盈余的稳步增长从而得到特别分红和本金增值。换句话说，吸引购买者的是待分配的利益，而不是被分配的股息。当然不能把这样的操作称为投机，因为我们不能仅把那些把大多数股息进行分配的银行的股票才称作投资工具，而把那些执行保守政策的、把大部分收入用于积累发展的银行的股票归于投机工具一类。这个结论显然是说不通的。因此，我们必须承认，普通股投资完全可以以盈利能力为基础，而无须考虑当前的股息分配。

这是不是就是新时代投资的理论呢？既然我们承认在战后购买低收益率的银行股票是投资行为，那么在 1929 年购买低收益率的工业股票是不是也应该被认定是投资呢？对于这个问题的回答将把我们带到最终的答案，但为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

明白起见，我们还是先来看一看第五个区别标准——安全性和风险性。这个标准是用来定义所有投资操作的最广义的标准，但在实际中使用时又由于种种缺陷而颇为不便。如果我们凭最终结果来确定安全性，那么似乎又回到了某个玩世不恭的说法，即投资就是一次成功的投机。当然，安全性应该是一个事先考察的因素，于是就又有了许多不确定的、纯主观的余地。赌马的人把注押在"确信无疑的事情"上，他自以为是"安全"的。1929 年购买高价普通股的那些"投资者"也曾自以为是安全的，他们预计未来的增长将弥补当时付出的高昂价格，而且会有所盈利。

安全的标准——安全的概念只有在建立在一个有形的、而不是购买者心理的基础之上时才谈得上是有用的。必须要有明确的、成熟的标准来定义或最起码是指明何为安全。正是这一点将 1912 年的银行股票购买者和 1929 年的普通股购买者区分开来了。前者所承担的买入价格，凭他们的经验可以认为是比较保守的，他们通过对被投资机构的资源和盈利能力的了解，接受了这一价格，并确信能够收回所有的投资。如果强烈的市场投机使得价格超出了以上述方法判断的合理范围，那么他们将出售这些股票，等待价格回归之后再补回。

如果 1928~1929 年的普通股购买者也采用同样的方法进行操作，其结局却是悲剧性的。那么高价股被冠以"蓝筹股"的美誉，公众在择股时无疑带有强烈的赌博色彩。与前面投资银行股票案例相比，关键的区别在于购买者没有使用一个既定的价值标准来衡量这些股票的价格。随着市场的发展，价值标准也发生了变化，使得当前价格——不管有多高——成为衡量价值的唯一尺度。建筑在这种衡量方法之上的安全概念显然是错误的，而且也是危险的。这种逻辑的极端形式意味着，对于一只优秀的股票来说，没有价格能称得上是过高的，即使它从 25 美元一路攀升至 200 美元，仍然可以是同样"安全"的。

我们建议的投资定义——上面的对比指出预期的安全性不足以给出投资的定义，预期必须建立在研究和客观标准的基础上。而同时，投资者也无须只关注当前股息，只要能够确定在或长或短的等待期之后将获得回报即可。从以上两点的角度出发，我们提出以下的投资定义，这个定义既符合对这一概念的惯常理解，又具有一定的精确性：

投资是指根据详尽的分析，本金安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投机。

关于这一定义中的一些含义还值得进一步讨论。我们说的是一项"投资操作"而不是一种"证券"或一次"购买"，这是有其原因的。认为某一种证券具有的内在的投资特征是不对的。价格自始至终都是基本的影响因素，所以一只股票（甚至是一张债券）在某一价位上可以说是投资工具，而在另一个价位上又变成了投机工具。而且，购买一组证券的操作可以是投资，即使单独购买其中任意一种都不够安全。换句话说，要达到投资的最低要求，有时必须进行多样化以降低单个证券的风险（例如，在购买价格低于清算值的普通股时，就应该采取这样的投资策略）。

我们还认为应该把一些套利和对冲操作归于投资的范畴，即在买入某些证券的同时卖出另一些证券。在这类操作中，安全性是通过将买入和卖出结合在一起而得到保证的。这是对常规意义的投资的延伸，但我们认为这完全是有道理的。

"详尽的分析"、"安全性"和"满意回报"以及"有保证"等词语可能都会被指责为不够明确，但这句话的含义已经足够清楚，足以防止任何严重的误解。我们所提的"详尽分析"，当然是指以既定的安全和价值标准进行的研究工作。如果有"分析"得出这样的建议，即以最高收益记录四十倍的价格购买通用电气普通股，这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

分析无疑应被排除在外，因为它根本谈不上详尽。

投资中所涉及的“安全性”不是绝对的。这个词的含义其实是指在通常和可能情况下可以免于遭受损失。例如，一张安全的债券是指它仅会在例外的情形和可能性极小的条件下发生违约。与此相似的是，一只安全的股票也是指在大多数情况下是物有所值，除非有非常意外的情况发生。当研究和经验都表明，存在必须加以考虑的可以感觉到的损失可能性时，我们进行的就是投机。

“满意的回报”和“足够的收入”相比，含义更为广泛，因为前者除了当前的利息和股息以外，还包括了资本增值和利润。“满意”是一个主观色彩浓厚的词，它几乎可以涵盖各种程度的回报，无论多低，只要投资者肯接受，就能成立。当然，这位投资者应该至少是具有一般理性的。

上面提出的投资的定义要比目前常用的大多数定义更为宽泛。购买股票可以是投资，使用保证金交易可以是投资，而怀着快速获得利润的目的进行的操作也可以是投资——虽然通常并不如此。这些都与本章开篇时提到的区别标准中的前四个相抵触。为抵消这种表面的松弛性，我们特别强调要有一个令人满意的、基于详尽分析的安全保障。所以我们在此得出一个结论，即分析的和投资的观点在范围上大体是同一的。



第21章　对所持投资的管理

“永久性投资”的传统概念——仅仅几年以前，“永久性投资”还是一个金融业的股票专业词汇。它定义的是谨慎的投资者所采取的典型的购买策略，具体来说可以包括3个方面的特征：（1）准备无限期地持有某种投资性证券；（2）不考虑本金价值的波动，仅对每年的投资收入感兴趣；（3）对影响公司发展的因素的变化概不关心。根据这个定义，购买了一种上乘的投资证券之后，除了息票和股息支付日以外，尽可以将它们束之高阁、抛诸脑后。

这种对待高品质投资的传统观念，在1920~1922年的萧条年代中第一次受到了人们的怀疑，一些持有被认为是万无一失的证券的投资者遭受了巨大的损失。随后7年的景气复苏时期对不同类型投资性证券的影响大异其趣，以至于一些曾被认为完美得无懈可击的证券——被冠以“金边证券”美称的证券——所遭受的损失与日俱增。因此在1929年市场崩溃之前，一个华尔街的新警训已经形成，即购买投资性证券时的疏忽大意会导致无穷遗患，因此定期对所持证券进行仔细分析或精心管理十分必要。这个与过去的实践分道扬镳的原则常常被概括为这样一句格言：“永久性投资根本不存在。”

定期分析所持证券是必要的——但是非常麻烦——固定价值投资的实践教训无疑证明了上述新观点的正确性，但是应该认识到，如果对所持证券都必须进行这样的管理的话，固定价值投资概念的根本意义将受到严峻的挑战；也就是说，如果在一开始穷思极虑的选择过程之后，还必须随时小心呵护的话，投资于这种证券岂不是得不偿失吗？设想一下，当一位典型的投资者遵循我们所推荐的谨慎的选择标准进行投资以后，他将从一组不同公司所发行的证券中获得平均5%的收益。这个5%的回报率要比从美国政府所发行的公债中能够获得的3%的回报率高得多，也要比储蓄银行所提供的3.5%或4%的储蓄利率更有吸引力。

但是，如果我们不仅考虑到做出正确的证券投资选择所耗费的精力，还考虑到在持有期中反复不断的检查，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以及无法规避的资本贬值或完全丧失的风险，那么必须承认，有充分的理由，可以从总体上否定固定价值投资的价值。其实，长期地、无忧无虑地持有投资性证券的传统观念有其合理的内在逻辑，即如果持有某种证券会使人牵肠挂肚的话，那么这种证券就不值得购买。

其他选择——客观地说，过去10年的投资实践所指引的未来方向无疑已经从固定价值证券领域移开，转向了美国政府债券或储蓄银行存款；或明确的投机性操作，即通过技巧的功夫来降低风险、增加利润。但是，当我们出于整理事实和贯彻逻辑的需要介绍了上述结论之后，不得不立刻指出，这个结论的实际价值应该打一个大问号，因为它从根本上与投资公众的心理规律和金融智慧相矛盾。人们不会心甘情愿地接受3%的投资回报，相反，他们愿意花费更多的精力并承受少量风险，将投资收益率提高到5%。在对储蓄银行的3.5%或4%的回报率和上市投资性证券的5%的回报率进行比较选择的时候，以上的好恶取向同样发生作用。加之投资者们感到，储蓄银行在运用储户的存款进行投资时，肯定也面临一定的风险，而且，投资者们常常自信地认为，他们有能力和储蓄银行一样有效率地运用自己的钱进行投资。这使他们更加坚定不移地选择投资于证券。

用投机来替代投资对于通过储蓄或商业利润积累资本的典型个人来说，实在是太冒险了。疏忽大意、人性的贪婪、浮躁的心理、交易成本、在内部人和操纵者左右下的市场中的被动地位，这种种不利远远超过了投机在纯理论意义上的优越性，即以盈利机会回报所承担的风险。我们曾经一再反对，在缺少以利润的形式存在的补偿机会的情况下，让投资本金承受明显存在的风险。但是我们并没有倡导以投机代替投资，而只是指出，机智的投机要优于不合理的和鲁莽的投资方式。我们确信（正如本书导言中所指出的），一般而言，即使是接受过充分的金融学训练的投资公众，从事固定价值投资——如果倍加谨慎地进行选择的话——所获得的结果，要比从事投机操作有利得多。从事投资的结果很可能令人失望，但果真如此的话，从事投机的结果将是灾难性的。因此，我们的认识在转了一圈之后又回到了原点，即固定价值投资是一种有价值的活动。很显然，定期对持有投资性证券进行复查和分析，对于减少风险和损失都非常必要。那么这种管理应遵循什么样的原则和实践方法呢？

系统化管理的原则和问题；调换——众所周知，投资者应该每隔一段时期就对他所保有的证券进行一次检查，以认定它们是否仍然具有足够的安全性；他将把那些安全性出现了问题的证券调换成其他更好的证券。

在进行这种“调换”的时候，投资者必须准备接受由于出售所持证券所带来的损失，这些损失应从投资总收益中扣除。

早些年，在投资管理的实践中，这种策略非常行之有效。高品质知名证券的市场价格具有稳定地粘着于发行价格的特点，当一些证券内在价值不断贬损的问题未被分析手段查实之前，这种变化通常难以从市场价格中反映出来。因此，警觉的投资者有机会将这些证券及时转售给那些麻痹大意的冤大头们，后者被这些证券的声誉所迷惑，相对同类证券而言要低一些的价位也吸引他们去购买。这个过程中所存在的任何伦理道德问题在无情的市场看来根本无足挂齿，它只能被认为是，一种对聪明人的奖赏和对失察者的惩戒。

证券价格逐渐敏感——近些年来，投资性证券逐渐失去了所谓的“价格惰性”的特征，市场报价对有关公司状况的任何实质性恶化都能做出迅速的反应。这种变化大大增加了以保持投资性证券的质量为目的的调换操作的难度。在证券的安全性受到的任何破坏显现出来之前，证券价格可能已经跌落到了投机性的价位，甚至到了与收益的滑坡不相称的更低的水平。（这种价格超跌现象的一个原因是，一种明显不利的变化趋势对价格产生了比实际收益指标更为剧烈的影响）由于证券持有者不愿遭受大损失的天性，加上当前的售价可能过低这一合理的推

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

测，使得他们感到只能以投机的方式持有这种证券。

提高安全边际标准以消释疑虑——解决这种困难的唯一有效途径是，对投资证券的选择力求尽善尽美。数量检验所显示的候选证券的安全边际，必须远远超过所推荐的最低标准，使得在收益锐减的情况下，证券的安全性仍不成问题。遵循这种策略，投资者在持有期将发现，只有很小比例的所持证券会遇到麻烦。

这样做还方便了投资者在所持证券的表现较其他证券更优的情况下——这样市场价格可能还不至于被动摇——从容地进行调换操作。

案例和结论——举一个更为贴近实际的例子，假设投资者购买了通用烤制公司发行的利息率为5.5%的债券（第6章中曾经介绍过），公司收益对该债券利息的比率平均为20倍。如果公司利润的下滑致使保障倍数降低到了4倍，投资者可能打算将该债券调换成另一种保障倍数为8到10倍的证券（如果能够找到的话）。根据这些假设，他以购入价格出售通用烤制公司债券的机会是相当大的，因为这种证券的安全边际仍足以令人心动。但是如果公司收益的下降趋势造成了债券价格的剧贬，则持有人将保留该债券以免遭受很大损失。即便如此，持有人仍有理由认为，他所投资证券的安全性并未面临任何实质性的威胁。

在深度萧条和市场动荡时期，这种对安全边际高标准、严要求的投资策略将被证明是一种明智之举。不过，劝说所有的投资者将其作为标准的投资策略是不切实际的，因为这类具有强支撑的证券为数过少，而更重要的是，在现期的景气所助长的乐观主义氛围下，让投资者们倍加小心谨慎地行事是违背人的天性的。

萧条期中应采取的策略——假设投资者在选择固定价值证券进行投资时，没有采取极端谨慎的态度，那么在经济萧条期中，他将遇到什么问题，他又应该采取怎样的对策呢？如果衰退的深度比较温和，那么他所投资的证券只会受到轻度的全市场性的冲击，证券的内在安全性受影响的程度更小。如果出现了类似1930~1933年这样的萧条，他将不必指望所持证券能够逃脱市场价格一泻千里、安全性境况愈下的厄运。但是任何合理的固定价值投资策略都应该假定，规模如1930~1933年的大动荡从本质上讲是一场空前绝后的浩劫，因此不必处心积虑地加以提防。而如果1921~1922年的情形可以被视作“具有重复性的严重萧条”的话，那么精挑细选的投资组合在这种时期将显示出突出的优越性。投资者不必因为公司现期收益的下降而急于出售那些过去记录良好的证券。不过他可以更用心地关注所持证券安全性的恢复状况，他还可以不时地从深思熟虑的调换操作中获益。

“价廉物美”的证券——当一种证券的安全性和市场价格都遭受折损后，持有人将寻机将其调换成另外一种安全性较高，但价格不比原证券高的证券。在下一章中，我们将讨论以大幅度的折价购买安全证券的可能性。尽管这种“价廉物美”的机会肯定不多见，但是通过仔细而没有偏见地对大量债券和优先股的检验，可能会发现它们的踪迹。大部分具有这种特征的证券常常默默无闻而且交易不甚活跃，因此典型的投资者往往不敢贸然直接购买，因为无论发行这些证券的公司的财务统计指标多么突出，投资者们仍然担心低价格可能暗示着某种不为人所知的隐患。经常的做法是，投资者们购买这些证券以替换手中原有的有问题的证券，因为这种替换很少会带来风险的增加，而且很可能意味着一种改进。

投资咨询和指导的来源——对所持证券的管理涉及由谁来管理和如何管理的问题，投资者可以选择不同的主体来进行管理，这些主体主要包括：

1. 投资者自己

2. 他的账户所在商业银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3. 一家投资银行（或承销商）

4. 一家纽约股票交易所会员公司

5. 大信托公司的咨询部

6. 独立的投资顾问或管理服务公司

后两类机构提供收费性服务，2~4 三种机构提供免费的咨询和信息。

商业银行的咨询意见——投资者不能仅仅凭借自己的智慧进行投资，除非他所接受的训练和经历完全达到了专业咨询人员的水平。在大部分情况下，他至少应该吸收其他人的意见来补充自己的判断。就有关投资事宜向存款账户所在银行咨询的做法非常普遍，而且很有益处，对于小投资者而言尤其如此。坚持这样做的话，投资者可以基本上免遭压力很大的股票承销商所玩弄的骗人把戏和他们所兜售的一文不值的“蓝天”证券的损害。不过，商业银行是不是投资者寻计问策合适对象，这一点值得怀疑。尽管商业银行的判断常常切中要害，但提供咨询的人员的证券知识不免流于肤浅，并且不能要求他们腾出大量的时间，对委托人所持的证券和有关疑问进行必要的透彻分析。

投资银行的咨询意见——对投资银行所提供的咨询服务存在着另一种反对意见：不能指望一个持有证券出售的机构，来提供完全公正无偏的指导意见。无论出于多么合乎职业道德的初衷，不自觉的自私自利倾向必然影响到判断的过程。当这些意见是由债券销售商——他的生计来源于劝说顾客购买他的公司“压在手上”的债券——提供的时候，这个问题更为突出。确实，声誉卓著的承销商认为自己在一定程度上理所当然应该对委托人负责，尽其所能为委托人提供好的建议并卖给他们合适的证券，这不仅符合健康的商业活动信条，更是职业道德规范下的义务。

不过，证券销售不是一种职业，而是一种商业活动，因此必须遵循商业活动的规律。尽管在典型的交易中，为买者提供足值的商品和带来满意对卖者有好处，但有时它们之间会发生尖锐的冲突。因此，要求投资银行公正无私地为证券购买者出谋划策是不切实际的，而且从某种意义上说是不公平的。概而言之，投资者过于信任证券销售商的意见是不明智的做法。

纽约股票交易所会员公司的咨询意见——对于大的股票交易所会员公司的投资部门，情况有所不同。尽管客户的交易涉及这些机构的物质利益，但是它们的意见往往比较深入，而且完全没有偏见。股票交易所会员公司通常不持有待售证券。它们有时参与辛迪加承销业务，这种业务的佣金要高于普通的市场业务。它们扶植某一特定证券的兴趣不如持有证券的承销商那么大。说到底，股票交易所会员公司的投资业务部或债券部的重要性，更多地体现在它们是公司信誉的标志，而不是体现在它们的赢利功能。一些攻击性言论指出，这些部门已经成为了投机机构，然而它们为谨慎的投资者提供必要的服务这一点，就可以成为回击指责的理由之一。因此，如果投资者就少量债券的购买事宜向大型的股票交易所会员公司进行咨询的话，他们将得到和委托费价值相称的服务。应该看到，虽然这是一种不起眼的业务，但它们将为会员公司带来远期利润，因为肯定有一部分债券持有人会变成活跃的股民。从会员公司的角度看，可以说它们并没有努力劝说从事债券投资的客户转而进行股票投机，但是经纪人事务所的气氛不可能不对客户产生影响。

投资顾问公司的咨询意见——尽管以付费的方式开展投资咨询不是什么新鲜事，但是直到最近，它才发展成为一项重要的金融业务。现在，开展这项业务的有大信托公司的特殊部门、统计服务公司的分支机构以及定位于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资顾问或投资咨询领域的私人公司。这类机构的优势在于，它们可以做到完全的不偏不倚，它们既没有证券销售方面利益瓜葛，也不对委托人的交易收取佣金。主要的缺点在于服务的收费偏高，平均每年要收取投资本金的0.5%。如果对投资资金严格按照这个标准收费的话，佣金费用相当于年收益的十分之一，这是一个不小的数字。

为了使收费显得不那么昂贵，一些私人的投资咨询公司往往张罗着为委托人提供债券市场未来走势的预测，并向委托人建议买卖的时机。但是投资者能否成功地抓住市场的机遇进行债券交易，这一点令人怀疑。如果能够预测到债券市场的走势，股票市场的走势也应该可以被料定，这样的话交易股票无疑比交易债券更具有技术上的优势。我们不相信任何收费的咨询机构具有预测债券或股票市场走向的能力，并且我们深信，一方面为高品质投资的选择出谋划策，另一方面又指点债券价格的走势，任何将这两者结合起来的努力从根本上说都是不合逻辑和令人困惑的。投资者非常希望能做到及时地贱买贵卖，但是经验证明这种努力往往是徒劳无功的。如果把交易操作引入投资实践，投资资本收益的稳定性将被破坏，而且必然会使投资者的兴趣转移到投机方面。

在标准的高品质投资领域，收费咨询的方式能否行之有效，这一点目前还是一个疑问，因为在这种形式下，投资回报相对而言较低。在纯投机领域中，存在着对收费咨询方式的攻击，理由是，如果咨询顾问知道该怎么做的话，他就不必干咨询这一行了。或许证券投资顾问这个行当应该在中间区域寻找一展拳脚的领地，在这个区域，顾问们可以处理有关投资贬值的问题、建议投资者进行有利的调换，以及向投资者推荐售价大大低于内在价值的安全证券。



第28章 普通股投资的推荐原则

迄今为止，我们对普通股投资理论的大篇幅讨论还只能得出一些否定性的结论。由于具有代表性的工商业部门与日俱增的不稳定性，将稳定的平均盈利能力作为主导性因素的传统分析方法已经显得不合时宜。至于将收益变化趋势作为判断股票价值的唯一标准的新时代观念，无论就其本身而言存在着怎样的合理性，在摒弃所有的计算过程或限制条件的情况下，盲目地将其运用于普通股选购实践的做法，必将由于发生骇人听闻的灾难而宣告失败。那么，在普通股投资方面是否还存在某些行之有效的原则呢?

仔细分析一下前文中的批评性意见，我们会发现，这些受到批评的普通股投资观念，也并非如我们的第一印象所感觉的那般一无是处。不难想见，具体公司的不稳定性所带来的风险，可以通过精心安排的分散化投资加以中和。另外，尽管将收益趋势指标作为选择投资对象的唯一标准极具危险性，但它仍不失为一项反映投资品质的有效指标。如果这种分析方法是可取的，我们就可以构造一组可以接受的普通股投资原则，它们包括：

1. 投资应被视为一种组合性操作，风险分散措施是获得令人满意的平均结果的保证。

2. 具体证券的选择应采用与固定价值投资选择所采用的定性和定量检验措施相对应的检验措施。

3. 对比债券选择而言，更为重视所考察证券前景的分析。

遵循以上原则所采取的普通股购买策略是否可被定义为投资，肯定是一个众说纷纭的问题。考虑到这个问题所具有的重要性，以及对此缺乏明确定义和被广泛认同的观点的现状，我们有必要对这个建议最受争议的几个环节加以澄清。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基本条件——持有一组仔细挑选的、以合理的价格分散购买的普通股，是否可以被定义为一种正确的投资策略呢？要对这个问题做出肯定回答必须基于这样一个假设，即这个国家的经济发展历程中某些基本的和早已形成的规律仍一如既往地可靠。它们包括：（1）整个国家的福利和盈利能力将继续增进；（2）这种增进本身反映在重要的公司企业在资源和利润方面的增长；（3）这种增长主要是追加资本的投资和未分配收益的再投资的正常过程所带来的。第三个假设强调了在累积盈余和未来盈利能力方面存在着明显的因果联系，因此普通股的选择并非完全是一个撞大运或依靠凭空猜测的工作，它必须以在联系现行市场价格的前提下对过去记录所进行的分析为根据。如果这些基本条件仍然存在，那么具有良好历史记录的普通股，从整体上来说将和前几十年一样为人们提供有利的机会。因此，不稳定性这个根本的弱点将不会威胁到普通股整体的长期发展。随着经济周期的波动，不稳定性确实为所有的工商业部门带来了巨大的短期影响，而且对个别企业和工业部门具有永久性的负面作用。但是对于这两种危险性，后者可以一方面通过精挑细选，并更重要地通过充分的分散化来加以化解；前一种风险则可通过采取矢志不渝地坚持以合理的价格进行每一项购买的办法来加以防范。

购买价格必须合理——这一合理性标准对所有的投资方法都是至关重要的，对于任何普通股投资理论而言更是如此。缺少这一关键的检验环节正是新时代理论教条的致命弱点。为普通股投资所支付价格的合理性，必须得到根据过去和现期记录所进行的慎重估价结果的验证。一个佯谬式的论断是，即使承认过去记录不是未来变化的一个先行指标，上述原则也是大有道理的。

因为如果缺少这些以过去记录为根据的检验，就无从确定股票价值的边界，这样投资活动必然迅速演变为——实际情况正是这样——投机。因此不合理的价值度量总比没有数量限制强。

历史记录至关重要——尽管出于批评的需要，我们在前文中认可了公司的历史记录对于判断未来前景毫无助益的观点，实际上这种极端的假设是很难成立的。在某些公司兴衰无常和缺乏稳定性的表象之下，一个依然存在的事实是，总的说来，良好的历史记录能够为公司的前景提供比不良记录更为充分的保证。对比 100 家在过去 10 年中每股年平均利润达到 $ 6 的企业，和 100 家同期每股年平均利润仅为 $ 1 的企业，我们有充分的理由断定，在今后的 20 年中，前一组企业所获得的总利润会高于后一组企业。形成这一判断的基本理由是，未来收益不完全是由运气和有效的管理技能决定的，资本、经验、声誉、贸易合同以及其他所有的构成过去的盈利能力的因素，必定会对企业的未来形成相当大的影响。如果正如埃德加·劳伦斯·史密斯的研究所发现的那样，普通股的价值增长总体上讲主要与通过盈余收益再投资以及追加资本投入所带来的资本净值的增长有关，那么这一判断的正确性是毫无疑问的。还应该指出的是，除非过去记录和股票的未来价值有关，否则的话它将很难与债券的安全性挂上钩，从而债券投资也就不存在什么逻辑基础了。

以上分析所断言的不过是：总的说来，实力雄厚的公司要比弱小的公司更安全，而且具有良好记录的企业要比业绩表现不佳的企业更有价值。即使充分考虑到未来的种种不确定性，这个结论的正确性也是难以被推翻的。诚然，任何一个具体的企业都可能从失败中复兴，或者由兴盛走向没落，但是如果以一组企业作为考察单位的话，实力雄厚的公司几乎都要比效益差和资产负债结构不良的企业更有前途。

与保险原则和实践的相似之处——上述讨论引导我们得出这样一个结论：普通股投资的原则很可能与保险公司的业务操作存在着密切的相似之处。保险商根据实际经验对所承担的每一宗风险进行衡量，并据此收取保险费。有时，分析的重点集中于所谓的“道德风险”方面，此时必须衡量一些实际统计数据以外的因素。任何一种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

风险都可能造成远远超过保费收入的损失，但是平均结果却能够可靠地形成商业利润。与此类似，普通股投资者从公司的财务报告出发，可以分析出所承担的每一宗风险性投资的完全价值。与保险商关注不可量化的道德风险相对应，投资者试图形成一个对公司未来前景的准确判断。最后，他将和保险公司一样，通过分散化、综合各项投资承诺所面临的不可预知的未来变化所带来的结果。

购买一只普通股不能称为投资——我们的普通股投资概念也强调对过去记录的分析以判断购买价格的值当，这一点与大繁荣之前的观念类似。同时，它还在某种程度上受到新时代哲学的影响，因为和传统观念相比，预示未来的某些指标受到了更多的关注，其中当然包括收益的变化趋势。至于分散化，尽管它一向被认为是一个有利于投资成效的因素，但是我们的阐释将它提高到了一个新的高度，即它是普通股投资操作中不可或缺的环节之一。在我们看来，仅仅购买一只普通股已不再称其为一种投资，这一点和出售一份人寿或建筑物保单就构成了一项保险业务不同。

成组购买可以形成一种投资操作——成组地以有吸引力的价格购买仔细挑选的普通股，结果很可能符合我们在第 4 章中所给出的有关投资的最初定义（“投资操作是一种通过彻底的分析，能够保证本金和令人满意的回报的安全性的操作”）。合意的现期股息收入通常是进行这样一种操作的前提条件，但它并不是一个绝对必要的因素。如果内在价值远远高于所支付的价格，并且内在价值呈现出日益增长的趋势，那么当投资者从“令人满意的回报”的角度考察购买决策的合理性时，可以更多地考虑到未来股息甚或是未来市场价值的增值因素，而不是现期股息率。

相对而言更重要的问题是，这种细心的成组购买操作能否切实“保证本金的安全性”。这个问题在一定程度上必然和“安全性”的定义有关。为了避免因此而出现的歧见，我们可以用主观性的术语来定义普通股投资。它的含义是：带着确保本金安全性的愿望及对这种安全性的合理预期去购买股票。这个概念和为人熟知的对普通股“投资者”的认识是相对应的，即他是一个对这些证券的内在价值感兴趣的人，与之形成鲜明对比的是仅仅或主要关注证券市场价格波动的“投机者”。在下一章有关普通股分析的讨论中，我们将不时地在这个为人们所认同的意义上使用“投资者”一词。

价格是每项投资决策中必不可少的考察因素——但是，投资者关心证券的内在价值这个事实，并不意味着价格对他而言毫无意义。只有当所表现出的内在价值与所支付的价格相称时，一种证券才是具有吸引力的；因此，对价格因素的考察是所有投资决策的重要环节。不仅在购买证券的当时是这样，在随后的整个持有期中也是如此。尽管可以做好以获得收入和价值增值为目的无限期持有证券的准备，但是从投资的角度来看，当证券不再具有吸引力时——或者因为它的品质退化，或者因为价格上升到了与价值严重脱节的水平——适时地将它出手是明智的。因此，普通股投资者必须时刻关注价格以及价格的变化。他不可避免地要成为股票市场的一个参与者。虽然从理论上讲他只需遵从低进高出的传统原则，但是说得容易做得难，高价格或低价格之间并没有像十字路口的红绿灯那样的区分标志。“高”和“低”不仅永远是两个相对的概念，而且在华尔街它们的意义往往只有在反思过去时才会出现。

市场波动的干扰——市场波动的幅度越大，往一个方向偏移的时间越长，在普通股操作过程中保持投资的态度也就越困难。投资者的注意力注定要从投资性问题，即相对价值而言价格是否有吸引力，转向市场的运行是处于低点还是高点这样的投机性问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在 1927~1933 年之间，这种困难尤为突出，以至于在这一时期普通股投资完全丧失了可靠的实际意义。如果一位投资者在 1927 年初因为价格过分偏离价值而出售了他所持有的普通股，那么随后的两年中价格投机性的持续攀升，肯定会使他对自己当初的行动后悔不已。同样，那些在 1929 年兴奋地将大崩溃视为以合理的价格吸纳普通股良机的人们，由于接踵而来的日益深重的萧条，不得不直面市场价值的惨痛损失。

显然应该看到，像 1927~1933 年这样的股票市场运行模式，足以灭绝普通股理性投资的全部意义。另一方面，第 27 章开始所提供的宾夕法尼亚铁路公司和艾奇逊铁路公司在 1904~1913 年，以及国民饼干公司 1909~1918 年的市场经历，表现出一种温和得多的波动形态。这种形态允许人们采取完全不考虑波动因素的投资策略，或者机智地利用这种波动：低位吸纳，并在市场的乐观情绪升温时抛出。为了把握未来，我们必须明确这样一个问题：股票市场将会继续依循 1927~1933 年这样的狂乱模式运行，还是恢复到过去那种小幅波动的状态。只有在后一种情况下，普通股投资才能够为自己奠定一个坚实的基础。由于我们已经一再强调近几年以来金融历史的反常特征，因此我们必然赞同的观点是，未来的市场类似于 1904~1913 年模式的可能性，要远远高于类似于 1927~1933 年模式的可能性。所以在设计一种普通股投资的合理策略的问题上我们并不悲观。

普通股投资中掺杂投机因素的危险性——不过值得怀疑的是，很多人的天性是否能够保证他们坚持这样一种投资策略，而不加入充满诱惑的市场投机的队伍当中。存在这种危险的主要原因是，普通股投资和普通股投机的界限过于模糊不清，因此不易分辨。当投资的对象限定于债券（以及高品质的优先股）时，投资的特征有着明确的定义而且一目了然。债券购买者可以方便地将自己归入与普通股投机者完全不同的类别，投机者的损益与前者的利益几乎毫不相干。但是当投资者和投机者操作同样的媒介时，两种行事准则的分界线只存在于人们的脑子里，所以相对来讲不太牢靠。没有什么办法可以使他免受投机气氛的传染，特别是当他所购买的用于投资的股票正受到大肆炒作的情况下。1926 年以前，在投资性普通股和投机性普通股之间还存在着比较明确的分界线，前者波幅的百分比要小得多，因为它们的价格主要由既定的股息率决定。

因此普通股投资者所投资的证券起到了将他和投机公众隔离开来的作用，并使得他更容易保持一种谨慎的态度。新时代的一个特点是，投机的兴趣集中于那些过去达到投资等级的证券。这给所有金融界人士的思维带来了极大的混乱，而走出这种混乱状态是一个耗费时日的过程。其后果很可能使得在今后的日子里，典型的普通股投资者屏蔽投机因素影响的难度远远超过 1927 年之前。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《漫步华尔街》



【美国】伯顿·麦基尔（1933～　）

投资是需要工作付出的，不要在这一点上犯错。许多富于传奇色彩的小说都伴有这样的故事——由于疏忽或缺乏理财知识，豪门贵族步入没落。谁能忘记在契诃夫的经典剧作（《樱桃园》——译者注）中，那满园的樱桃树被砍伐的声音？朗涅夫斯卡亚家族之所以衰败，原因不在马克思主义，而在于自由企业经济：他们并未付出工作保住自己的钱财。即便你把所有的资金都委托给某个投资顾问或某家共同基金管理，你还是必须先清楚哪个投资顾问或者哪家公司最为适合。善用本书包含的信息，你就会发觉，投资决策将变得轻而易举。

不过，最为重要的，投资本身就充满着乐趣，这是一个不争的事实。依靠自己的智慧，与那些巨无霸式的投资公司竞争，而且实现了财产增值，岂不快哉？回顾自己的投资回报，目睹它们正以高于薪酬增长的速度积累，你定会为此兴奋。了解金融产品和服务中新的理念、接触金融投资方式的变革，也一定很为刺激。一位成功的投资者，通常都是在赚钱的努力中，融入自己天生的好奇和智力兴趣。

——引自《漫步华尔街》



投资已成为当今的一种生活方式，然而很多时候投资就像开飞机一样危险，试想一下，如果飞行员没有经过安全飞行训练就去开飞机，会出现什么后果？你的脑海中一定会出现“机毁人亡”的可怕景象！而这正是大多数投资者的真实写照，他们没有经过专业训练就盲目上阵，其结果可想而知了。而在诸多投资方面的书中，美国普林斯顿大学经济学和金融学的教授伯顿·麦基尔的《漫步华尔街》可以充当投资大众的“安全飞行手册”。在本书中，麦基尔以导游的身份，带领读者飞往华尔街，寻幽探秘。他用通俗易懂、风趣幽默的语言，把稳固基础理论、空中楼阁理论、有效市场理论等艰深晦涩的技术问题说得浅显明白，把华尔街的神秘面纱层层揭开，向广大投资者讲述了琳琅满目的投资战略和五花八门的金融工具，而对指数基金的推崇备至则构成了全书清晰的主线。

作为经济学家，他是普林斯顿大学金融学教授；作为证券分析师，他通过对证券市场和投资者投资行为的专门分析，积累了一套完备的学术研究方法，并取得大量关于投资机会的研究成果；作为投资者，伯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

顿·麦基尔现在是投资资产超过2500亿美元的谨慎保险公司的投资委员会主席、美国化学银行的总裁，并且也是全美几家资产总值超过4000亿美元的大型投资公司的董事。华尔街专业投资人、经济学者、个人投资者，三重身份使麦基尔累积了丰富的投资经验。他的经典之作《漫步华尔街》一书自1973年出版以来，至今已经过 8 次修订，热销30余年仍经久不衰。该书集理论与实践于一身，通过作者别具匠心的构思，将二者融会贯通为一个无懈可击的整体。美国《福布斯》杂志对该书是这样评价的："在过去50年间，关于投资方面的好书至多也不过五六本，《漫步华尔街》无疑应列入此类经典之作。"事实证明，自20世纪70年代以来，《漫步华尔街》是世界证券投资界最畅销的著述。





《漫步华尔街》是一本为成千上万投资者所青睐的传世之作，自首次问世以来一直颇受好评，为投资者在险象环生的华尔街上引路导航。

《漫步华尔街》一书不是投机指南，也不保证一夜致富，作者伯顿·麦基尔的写作目的在于帮助投资人了解投资理论与实务，以培养健康的投资观念。伯顿·麦基尔打破了只有专家才能走进华尔街的迷信，在书中铺陈出一幅地图，告诉个人投资者如何在各种目眩神迷的投资工具中，运用规划打败华尔街专家。

《漫步华尔街》一书可以说是为个人投资者提供简明的指引，从如何寻找有利的抵押贷款、如何规划个人退休账户，到如何选购人寿保险、如何不受银行和经纪商剥削，无所不包。书中还谈到黄金和钻石的投资，但重点还是在于普通股股票——不但在过去提供了优异的长期回收，未来也一样看好的投资。此外，书中还提出了人生四季的投资规划，针对不同年龄层的不同理财需要，提供特定的投资组合建议。作者对投资的经验之谈，睿智隽永，耐人寻味。

书名"漫步"，绝非指夸夸其谈、信手拈来之意，而是指"随机漫步"，即利用过去的表现，无法预测将来的发展方向以及具体的变动情况。在证券市场上，"随机漫步"是指股票价格在短期内变化的不可预知性，其理论基础在于尤金·法玛有效市场学说。

在当今的金融世界里，资本掌握着唯一的话语权。众多的投资机构，如保险基金、共同基金、养老基金以及投资银行等无不对这一市场虎视眈眈。中小投资者该如何在夹缝中求得生存呢？除了道听途说的内幕消息和随波逐流的撞大运外，他们还能从投资中获取利润吗？基于"随机漫步"思想，麦基尔向个人投资者推荐了一种成本平均法（又称"固定成本法"）。这种方法的核心思想是：将相同的固定数额的钱在相当长的时期内，以固定的时间间隔（比如每月或每季）购买投资品种。通过这种投资方式，由于固定数额的钱在股价处于低位时能多买，在股价处于高位时能少买的特点，从而能有效地降低股票的投资成本。最终在适当时机卖出，就可实现投资的盈利。麦基尔的投资思想的主线反映的是一种稳健的投资策略。遵循这一方法进行操作的关键是，在熊市中要有现金和勇气，能像在牛市那样定期地进行投资。无论经济形势多么恶劣，投资者多么悲观，必须要坚持不懈地实施计划。因为市场也服从牛顿定律：下去的东西必定会上来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在回顾了17世纪荷兰郁金香热、18世纪英国南海泡沫等，以及20世纪60年代至90年代各类国际性的投机事件（包括中国的君子兰传奇）之后，伯顿·麦基尔在书中对证券市场的两大流派——技术分析与基本面分析，提出了具有自己鲜明特点的评价。麦基尔从不否认对于掩耳盗铃式的所谓技术分析的质疑。他认为："通过对以往股票价格变动模式的技术分析，来推测未来是徒劳的。"一次，他让学生们用掷钱币的方式绘制一张股票走势图：如果抛掷结果是正面，就假定股票收盘价比前一日高0.5点；反之，则假定价格下降0.5点。嗣后，他拿着这张图表向一位技术分析专家"请教"，这位专家简直欣喜若狂，从躺着的椅子里蹦了起来："这家公司是干什么的？我们必须立即买进！毫无疑问，这个股票下周将上升15点!!"当麦基尔告诉这位专家真相时，专家极其愤怒，且羞愧难当。对于技术专家们的存在，麦基尔一语道破天机："技术专家对证券公司的茁壮成长往往起着至关重要的作用。他们建议进行交易——几乎每一种技术分析都包括一定程度的买进、卖出交易。交易产生佣金，而佣金是经纪产业的命根。"

在《漫步华尔街》一书中，伯顿·麦基尔独辟蹊径地提出：只要普通投资者采取"购买并持有"的战略，投资于指数基金，就可以获得安全、稳定的长期回报，并轻而易举地击败大多数机构投资者。该书除了观点的独树一帜和内容的苦心孤诣之外，作者在一些细微之处亦做到了尽善尽美。

《漫步华尔街》一书的案例编排也体现了学者的严谨作风。从麦基尔首创的"生命周期投资指南"中，可以看出他对个人投资的理解的独到之处。他认为，每一个人在其不同的生命周期中，应该采取与其相适应的投资策略和投资方式。

在该书的附录中，作者还列举了类型各异的颇具代表性的基金及其联系方式。

投资是门艺术，要成功，需要才能和运气的结合。大多数有关投资的书，都是以如何赚钱为主题，但《漫步华尔街》这本书主要是描写股市的特质。麦基尔在《漫步华尔街》一书中说到，即使你并不怎么走运，但只要遵循该书所阐述的投资方法，就可控制风险，避免失败。如果有了能获胜——至少不会输得太惨的信心，投资者就能轻松地在股市中游戏了。



麦基尔的投资准则



麦基尔认为，投资是当今的一种生活方式，面对社会的通货膨胀，我们只有通过正确的投资方式，才能保证自己的资产不受损失，不然我们的生活水平一定会不断下降。进行投资是一种乐趣，当你凭借自己的才智使得你的投资收益正以高于你工资的增长率递增时，你怎能不兴奋？而在投资过程中学到的新知识、新见解将会使你觉得更充实。普通股票是一种不仅在过去已提供了可观的长期利润，并且在将来也将提供良好机遇的投资对象。

但股票买卖却是件风险性极大的活动，操作不当，满盘皆输。于是人们为了赢利，避免亏损，总寄希望于能通过某种理论或某种技术分析来预测股市涨跌。麦基尔指出，股市历史表明，无论是基本分析还是技术分析，要准确无误地预测股市的动态变化几乎是不可能的。股市竞争是公众的博弈行动，欲挖空心思

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

地猜度变化无常的公众反应是件最危险的游戏。市场上总有那么多自称掌握了预测大势的法宝的技术分析专家、股评家，时时都在喋喋不休地向社会公众发出买卖指令，但完全听从他们的人当中，又有几个在自始至终地赚钱？迄今为止的研究表明，尚没有一种技术方法能始终如一地经受住考验。

对那些想通过投资（不是投机）而获取良好回报的个人投资者，麦基尔为他们提出了一个投资策略，它能使投资者缓慢地致富，至少能使他们在股市博弈时，使风险降至最小。这个策略由四个准则构成：

准则一：将股票购买局限于看来能够持续5年获得高于平均收益增长的那些公司。无论这项工作多么困难，挑选好收益在增长的股票是最为重要的一环。

准则二：对一种股票绝不支付高于稳固基础价值的价格。购买市盈率低于市场水平，尚未被公众发现的成长股。一旦增长实现，你将会获得成倍的收益；万一增长未能实现，由于市盈率偏低，损失亦会较小。对于那些市盈率高的股票，市场已认同了它的成长性，过高的价格已完全反映了预期的增长，如果增长未能实现而下降，你就会陷于破产的境地。

准则三：寻求投资者可能寄予美妙想象的概念股。股市公众的心理因素在决定股价上起着重要的作用。个人及机构投资者都是有感情的人类，能在他们脑海中激起美好冲动的股票，尽管其增长仅为平均水平，也能在长期内以高价出售。

准则四：尽可能少地进行股票买卖。频繁地买卖只会使证券商赚钱。股票投资中的大量风险（但不是全部），可能通过采用长期投资的方法来消除。你购买股票的环境是会改变的，当等到市场持续涨价时你持有的股票会变得定价更高。但是，这一准则并不建议在损失发生的情况下死死抱住烂股不放。

总体而言，麦基尔的投资方法有些像巴菲特，注重企业的成长和实质价值，注重对上市公司的研究，这些，正是每一个投资者所必需的。想对这位投资大师有更深的了解，不妨去读一读他的著作《漫步华尔街》。（宋文彪）



一本好书和一种理念

麦基尔的投资思想集大成于《漫步华尔街》一书，该书对流行的各种投资理论进行了简洁而深刻的分析。在平实简练的语言下，对各种表述得深奥晦涩的投资理论进行了入木三分、令人信服的批判，而在对各种流行理论批判的同时，麦基尔成就了自己独特的投资风格和见解，提出了终生投资理论。该书集理论分析、实际操作技能于一体，受到了读者的广泛好评，现已成为美国各著名商学院MBA学员的指定投资阅读教材。

麦基尔认为，在当今社会，投资已是一种生活方式。首先，丰富的投资工具的出现，为人们对自身资产的保值增值活动提供了广泛的选择和便利；其次，随着强势政府主义的抬头和盛行，人们日益需要面对社会通货膨胀问题。而正确的投资方式，使得人们在面临这种情况时才有可能保持自己的资产不受损失，并进而升值。从而人们的生活质量才会得到保持，不至于因手中货币财富的下降导致生活水平的降低。另

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

外，投资活动也是一种生活乐趣，以自己的聪明才智获得丰富的投资收益，在提高物质享受的同时，也会使人充满成就感，为自己拥有的投资能力兴奋。在投资过程中学到的新知识、新见解也会使人觉得精神更加充实，眼界更加开阔。

“投资是一种生活方式”的观点，在麦基尔的《漫步华尔街》一书中得以充分展现。该书专门开辟出一章——“生命周期指导你投资”，对各个年龄层次的个人投资者提出了相应的投资策略。当投资者阅读完这些内容，不啻于咨询了一位高明的私人投资顾问。

在详尽地审视了个人和家庭的金融投资策略之后，麦基尔提出了一个新颖的观点：一个人的风险承担能力很大程度上取决于他的年龄和收入能力。股市的实践表明，隐藏在股市投资中的风险随着投资期的增长而递减，因此，合适的投资策略是与人的年龄相关的。

麦基尔在《漫步华尔街》一书中所阐述的投资思想是一种稳健的投资策略，即选取具有投资价值的股票长期投资。在这里，具有投资价值的股票是指这样两类股票：具有良好发展潜力的成长股、绩优股；市盈率低的股票，即股价低于其内在价值的股票。他认为，首先，一家优秀的公司要有较高的资本回报率，其净资产回报率不应低于同期银行存款利率；其次，公司应有充足的现金流，盈利进账应该是现金而非应收账款，或者是会计账面利润；再次，公司的产品、服务应在某一个市场占有主导地位，或享有一定的商业垄断，因拥有此类优势的公司，不但在市场一旦出现不景气时有较强的抵抗能力，而且它们的盈利一般具有丰厚、稳定的优秀特征；另外，富有投资价值的优秀公司必须主业明确，有稳健的经营方针。总体而言，麦基尔的投资思想比较注重发掘企业的长期投资价值。（佚　名）



一个终生投资理念的倡导者



在美国有这样一位投资者，他持有自己看好的投资品种长达30年。1973年，他在自己出版的一本书中，推荐了一种他自己发现的投资方法，买进他认为很有价值的折价很大的封闭式基金。由于当时股市价格太高，以至于投资在1974年就出现了亏损。但他不为所动，坚持投资，甚至还将得到的版税继续追加进去。30年后，他手中的封闭式基金已经让他获得了超过市场的利润，而他的书籍也已经再版了8次。这个人就是美国的伯顿·麦基尔教授。

伯顿·麦基尔获得了哈佛大学商学院MBA学位及普林斯顿大学博士学位，目前是美国哲学协会投资委员会委员，并担任美国普林斯顿大学的投资学教授，他还曾担任美国总统经济咨询委员会的委员，史密斯巴尼、先锋集团、保德信人寿等公司的董事以及美国金融协会主席，美国经济协会成员。

伯顿·麦基尔在投资理论的研究上造诣颇深，他所著的《漫步华尔街》一书更是成为一些投资者时常翻阅的“投资宝典”。与大多数在华尔街取得成功的人士不同，伯顿·麦基尔绝少在电视媒体前夸夸其谈地“秀”上一把，或是通过新闻舆论这一武器“指点江山”，以便影响市场趋势。在罗伯特·希勒形容的噪音世界中，伯顿·麦基尔更像是一位冷面舞者，他以自己的视角，静静地观察着华尔街这个水晶球，并将自己的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

思考形诸著作中。关于华尔街的故事，国内已经有了许多的版本。但就经典性而言，可能伯顿·麦基尔的《漫步华尔街》应居首位，它的确是一本学术性与通俗性结合得十分完美的经典之作。

《漫步华尔街》一书之所以能获得莫大的成功，是与作者本人辉煌的经历难以分割的。有这样一种说法，即全世界的证券投资学教授，最担心学生提出的问题恐怕就是："尊敬的教授，您如此睿智博学，自己的投资业绩一定非常骄人吧?"多数教授面对这个问题通常不是面红耳赤，就是顾左右而言他。而《漫步华尔街》的作者伯顿·麦基尔教授是一个例外，他的学生绝不会向他提出这样的问题。因为伯顿·麦基尔活跃在三个不同的领域，在每一个领域中他都获得了巨大的成功。追求财富与追求理性，在他身上得到了完美的统一。



第一章　磐石与空中楼阁



投资理论

所有的投资回报——无论来自普通股还是来自稀有钻石，都会不同程度地受到未来事件的影响。也正是这一点，令投资充满了迷人色彩：投资就是一次冒险，是输是赢取决于对未来的预测能力。传统上，投资圈的专业人士使用以下两种资产估值方法之一：磐石理论和空中楼阁理论。基于这两种理论，数百万美元盈亏流转。更有戏剧意味的是，两种理论本身相互排斥。

如果你想做出明智的投资决策，就首先必须理解这两种方法，这也是避免遭受严重损失的先决条件。到了20世纪末，称为"新投资技术"的第三种投资理论在学术界诞生了，并逐渐在华尔街流行起来。在本书后面的内容中，我将阐释这个理论，并介绍它在投资分析中的应用。

磐石理论

磐石理论认为，无论是普通股股票还是不动产，每一种投资工具都具有被称为"内在价值"的坚实支柱。"内在价值"可以通过对现状和未来前景的细致分析获得。当市场价格低于（或高于）内在价值磐石时，买入（或卖出）的机会就会出现，因为波动最终会被矫正——这便是该理论的核心所在。于是，投资就变成了一种枯燥且直接的行为，你只需比较真实价格与磐石价值。

创造磐石理论的功绩很难归于哪个个人。虽然我们现在经常把这项荣誉赋予S.爱略特·基尔特，但开发出该理论经典技术并计算出市场价格与真实价值间细微差别的，却是约翰·B.威廉。

在《投资价值理论》一书中，威廉以股息收入为基础，提出了一个计算股票内在价值的真实公式。为了避免方法过于简单，威廉巧妙地耍了次聪明，在计算过程中引入了"贴现"这一概念。贴现的含义其实就是逆看收入。举例来说，就是不要看过了一年你将有多少钱（存入银行一美元，利率为5%，过一年就有1.05美元），而是看未来的钱现在为多少（即一年后的一美元现在只值95美分；如果现在投资95美分，投资回报率为5%，那么一年后大约能取得一美元）。

威廉的确热衷于这一概念。他继续提出：股票的真实价值等于该股票未来所有股息的现值（贴现值）。因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资者得到的建议便是将以后收到的钱“贴现”。但是，由于当时真正能够理解的人少之又少，“贴现”这个术语便流行开来。到了今天，它已成为投资者的通俗用语。在耶鲁大学一位杰出的经济学家和投资者——欧文·费雪教授的支持之下，它的地位更是得到了进一步的增强。

磐石理论的推理方法非常合理，用它解释普通股的价值最为合适不过。该理论强调，股票的价值应建立在公司未来可用于红利分配的利润的基础上。这意味着一只股票现在的红利越多，红利增长率越高，它的价值就越高。由此，增长率差异就成为股票估值中的重要因素。而现在，含混琐碎的未来预期因素也掺杂进来了。证券分析师们不仅要估计长期增长率，还要估计一种超常增长能够持续多长时间。如果市场过分热衷于未来增长的持续期，华尔街在分析股票时，贴现的就不仅仅是未来，甚至可能连来世都要贴现。磐石理论依赖一些对未来增长程度和期限的难以处理的预测，这便是其要害所在。所以，内在价值这个基础可能不如理论宣称的那样可靠。

磐石理论并没有被囚禁在经济学术界。由于本杰明·格雷厄姆和大卫·陶德的一本极负盛名的书——《证券分析》，华尔街整整一代的证券分析师均皈依于这一理论。执业分析师所学的健全投资管理很简单，就是在证券价格暂时低于内在价值时买进，在证券价格高出内在价值足够程度时卖出。而且，确定内在价值的计算机指令也日渐丰富，任何称职的证券分析师只需轻轻松松地敲几下电脑，就能快速计算出其数值。本杰明·格雷厄姆和大卫·陶德方法最得意的传人，可能当属沃伦·巴菲特。这位来自美国中西部、人称“奥马哈圣人”的精明投资者，创造了一个传奇性的投资纪录。他所遵循的，便是磐石理论。

空中楼阁理论

空中楼阁理论所侧重的是心理价值。1936年，著名经济学家、成功投资者约翰·梅纳德·凯恩斯首先清晰地阐释了这一理论。在他看来，职业投资者并不喜欢把全部精力投入在估算“内在价值”上，而是更乐于分析大众投资者未来可能的行为模式，分析在乐观时期大众投资者怎样把希望建成空中楼阁。成功的投资者总是事先判断出最易被大众建造成空中楼阁的投资形势，随后抢先购买股票。

凯恩斯认为，磐石理论涉及的工作量太大，而且得到的价值结果也令人怀疑。他将自己宣讲的投资理论付诸实践，并收获了丰厚的回报。当伦敦的金融人士在嘈杂的办公室里埋头苦算的时候，凯恩斯每天早上只在床上操盘半个小时。这种“悠闲”的投资方式，替他挣了几百万英镑；他所在的剑桥国王学院的捐赠基金，市场价值也因此涨了九倍。

在大萧条时期，凯恩斯声名鹊起，那时大多数人关注的都是他刺激经济的思想。毋庸置疑，对任何人来说，建造空中楼阁或者先知别人所梦都极为困难。不过，凯恩斯还是在他的《就业、利息和货币通论》一书中，用了整整一章的篇幅介绍股票市场和投资者预期的重要性。

关于股票，凯恩斯指出，没有人能够确切知晓影响未来收益前景和红利支付的因素。所以他认为，“大多数人所关心的，并不是对投资对象企业在整个生命周期内的可能收益做超长期的预测，而是稍稍先于公众预测到传统估值基础发生的变化”。换而言之，对于股票市场的研究，凯恩斯应用的是心理原理，而非金融估价。他这样写道：“如果你认为一项投资以其预期收益定价为30美元，但同时你又认为三个月后该项投资的市价为20美元，那么你现在为这项投资投入25美元就是不明智的做法。”

凯恩斯在描述股市参与技巧时，运用了一个英国同胞易于理解的类比：在报纸举行的“选美竞赛”中，参赛者必须从100张照片中评选出六张最靓的面孔，谁的选择与参赛整体的判断最为符合，谁就赢得奖金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

聪明的参赛者认识到，个人的审美标准在决定胜者的过程中无关紧要。若想取胜，一个较好的策略就是选择其他选手也可能喜欢的面孔。这种逻辑往往具有“滚雪球”效应，毕竟其他参赛选手也拥有敏锐的知觉。因此，最佳策略便成为预测大家互相估计的结果，而不是挑选个人认为最靓的面孔，也不是挑选其他参赛者可能喜欢的面孔。这就是英国“选美竞赛”的技巧所在。

报纸竞赛这一类比，清楚展现了空中楼阁理论价格决定的根本形式。买者之所以觉得一项投资物有所值，是因为他期望以更高的价格卖给别人。换句话说，投资以其自身推动力支撑价格。新的买方总是期望未来的买方赋予该项投资更高的价格。

在这样一个世界里，每一分钟都会诞生一个笨蛋，他的存在就是以高于你投资支付的价格购买你的投资。只要有人肯买，任何价格都不算高。其中没有别的原因，就是大众心理。所有明智的投资者都不得不抢跑，而且都恰在比赛开始之际。所以，这个理论多少有些“博傻”的味道。只要你稍后能够找到一个无知的家伙，愿意花五倍于真实价格的金钱购买某件东西，那么现在你以三倍于真实价格的价钱购进就是完全正确的。

无论在金融界还是学术界，空中楼阁理论都有大量的倡导者。罗伯特·希勒在其最畅销的《非理性繁荣》一书中，认为 20 世纪 90 年代后期对于网络股和高科技股的狂热，只能从大众心理的角度加以解释。21 世纪初，强调群众心理的股市行为理论业已走进大学，并在整个发达国家的一流经济学系和商学院中受到青睐。在 2002 年，诺贝尔经济学奖也授予了一名心理学家——丹尼尔·卡尼曼，以表彰他在“行为金融学”领域的杰出贡献。再早一点，奥斯卡·摩根斯坦则是这一理论的领衔倡导者。他在与人合著的《博弈论与经济行为》一书中所表达的观点，不仅对经济学理论产生了巨大冲击，而且对国家安全决策和公司战略规划也产生了深远影响。1970 年，他与同事克利福·格兰治在两人合著的《股市价格预测》一书中指出，探寻股票的内在价值无异于水中捞月。在交换经济中，任何资产的价值都取决于真实或预期的具体交易。摩根斯坦曾经在自己的桌子上刻下这样一条拉丁语格言，他觉得这也是每位投资者应该遵循的原则：价值完全取决于别人愿意支付的价格。

我将如何引导你“随机漫步”

我已向你介绍了这次旅程所需的基本知识。那么现在就请跟着我一起，随机漫步穿过投资丛林，最后再到华尔街逛逛。我接下来的第一个任务，就是让你了解定价的历史模式，以及这些模式对两种定价投资理论产生了怎样的影响。桑塔亚那曾告诫我们：“前事不忘，后事之师。”因此，在随后的内容中，我将描述一些蔚为壮观的投机狂潮，其中既有陈年旧事，也有近期的热门话题。一些读者也许会对 17 世纪那些疯狂抢购郁金香球茎的荷兰公众嗤之以鼻，也许会嘲笑 18 世纪英国南海泡沫事件中的傻瓜，但是，谁都不可以漠视 20 世纪 60 年代初的“新股狂热”，70 年代对“漂亮 50”的追捧，80 年代的生物技术泡沫、日本地产和股价难以置信的暴涨以及 90 年代初同样的暴跌，还有 90 年代后期的“因特网狂潮”。所有这些事件，都在不断地发出警示：我们对过去的错误仍然不具备免疫能力。

这些近在咫尺的投机泡沫，全都涉及经验丰富的机构和专业投资人士。太多的投资者，太多的懒惰，太多的疏忽，尤其当市场被贪婪左右的时候，更变成了一种可怕的交织——每一个人都想在眼前的狂热或时尚中获取“唾手可得”的财富。

然后，我将介绍一些自己的亲身经验，以期抛砖引玉。我相信，即便身处这些投机热潮，也能够找到证券价格的一种合理根基。在第一部分末尾，我还将为你提供一些规则。它们有助于你正确衡量证券价值，让你避免重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

蹈许多职业投资经理的覆辙。



第二章 群众的疯狂

华尔街一败涂地

自 1928 年开始，股市投机渐成一项全民消遣。1928 年 3 月初至 1929 年 9 月初的数个月间，股市居然达到了与 1923~1928 年间相等的涨幅，有时几家主要工业企业的股票甚至每天上涨 10~15 个百分点……

当然，与一般假定不同，并非“每个人”都在进行股市投机。不过，用于购买股票的借款（保证金交易）总值却从 1921 年的十亿美元增加到了 1929 年的接近 90 亿美元。尽管在 1929 年总共也只有大约 100 万人参与保证金交易，但投机精神却至少达到了前面几次热潮中的广度，在程度上更是有过之而无不及。更为重要的是，股市投机成为了文化中心。约翰·布鲁克斯在《在戈尔柯达》（戈尔柯达曾是印度的一个城市，现已成为遗迹。根据传说记载，路过这一城市的人都会变得富有）一书中，叙述了一位英国记者刚刚抵达纽约时发表的评论：“你可以谈论禁酒、海明威、空气状况、音乐或者马术，但无论如何，最后总会谈到股市上来。一旦提及这个话题，交谈就变得严肃起来。”

不幸的是，在股市中有数百个笑容可掬的操盘手，仅仅热衷于帮助公众建立“空中楼阁”，而且他们太过热衷了。股票交易肆无忌惮地刷新违规操纵纪录，其中投资团伙当属众恶之首。短短的四天时间，他们就把美国无线电公司的股票价格推升了 61 个百分点。下面，让我来解释一下投资团伙是如何操纵股价的。

投资团伙一方面需要内部成员之间的紧密配合，另一方面需要完全漠视公众。一般来说，当一些交易者为了操纵某只特定股票而聚集到一起的时候，投资团伙的运作便开始了。他们会指定一位团伙管理人（据理推断应为高手一类的人物），并相互保证不会私下建仓欺骗其他成员。

随后，团伙管理人会花数周时间秘密吸货，从而大量囤积目标股票。如果可能的话，他还会购买一份期权，以便在规定时期之内，比如说三个月或六个月内，以当前市场价格购入大量标的股票。接下来，他会试图赢得交易大厅里股票专家们的支持，使他们成为同盟者。

有了专家的保驾护航，团伙成员们便开始投身炒作。此间股票交易专家的作用，就是作为经纪人的经纪人。如果当前某只股票的交易价格为每股 50 美元，你向自己的经纪人发出的指令是以 45 美元买进，那么你的经纪人一般会将这份指令留给交易专家。倘若股价跌至 45 美元，交易专家就会执行指令。所有的此类限价指令，比如以低于市场价格买进或以高于市场价格卖出，大概都会被记录在专家的私人“账簿”里。现在你可以看出，为什么专家对团伙管理人而言如此意义非凡。根据账簿提供的信息，可以判断现有指令中买入或卖出价格与市价的偏离程度。尽可能地知晓大众投资者的底牌总是有利的。现在，真正有趣的一幕开始上演了！

通常而言，到了这个时候，团伙管理人就会组织团伙成员进行内部交易。例如，哈丝卡以每股 40 美元的价格卖给辛迪 200 股，然后辛迪再以 40.125 美元的价格回售给哈丝卡。接下来重复同样程序，只不过股数变为了 400 股，价格分别变成了 40.25 美元和 40.5 美元。接下来是 1000 股、40.625 美元和 40.75 美元。所有这些交易都会被记录在遍布全国的自动收报机的纸带上，随后活跃的假象又会传递给成千上万名涌入全国各地经纪事务所的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

盯纸带者。这种活跃，亦即通常所谓的虚卖，给投资者造成的印象则是——山雨欲来风满楼！

此际，在团伙管理人的控制下，众多专栏作者和股评家将会开始散布激动人心的利好消息。同时，如果公司管理层也涉足操纵的话，团伙管理人也会力保上市公司发布的消息配合得天衣无缝。倘若一切顺利——在1928~1929年的投机气氛中几乎不会失算，纸带显示的活跃假象与操控的消息面相互配合，公众必然入场无疑。

一旦公众入场，混战开始，秘密放水时机降临。因为公众的确在买，所以团伙的筹码派发也实实在在。团伙管理人开始把股票“回馈”给市场，起初速度尚慢，后来越抛越快、越抛越多。公众情绪还未镇定，一切已然结束。最后，当“过山车”停下的时候，团伙成员腰缠巨额利润走了出来，而留在车上的公众，手握的只是一大把突然缩水的股票。

不过，拉帮结派并非必需，单枪匹马也能欺骗公众。许多个人投资者，尤其是公司董事和官员，自己单干也能做得非常漂亮。当时美国第二大银行——大通银行的总裁艾伯特·威金便是其中的佼佼者。1929年7月，威金发觉股价已经攀升到了令人眩晕的高度，对于继续投机做多已感惴惴不安（有谣传说，在一次合伙抬升大通股价时，他已经赚了好几百万美元）。由于他认为自己银行股票的前景尤为黯淡（可能缘于他之前参与的几次投机），所以他卖空了42000股大通银行股票。卖空是一种卖出当前手中并未持有的股票、并期望以后以较低价格购回股票的方式，与“低买高卖”一样，只不过顺序相反。

威金对于时机的拿捏恰到好处。就在他“卖空”股票之后，大通银行的股价立即开始下跌。当秋季崩盘开始的时候，大通股价更是一泻千里。威金在11月清户前，业已通过“卖空”操作赚取了数百万美元的净利润。很明显，利益冲突并未给他造成麻烦。为了公平起见，应当指出的是，在这段时期内，威金仍然保持着自己的所有者身份。不过，如今的规则已经明令禁止内部人员交易本公司股票牟取短期波动收益。

1929年9月3日，股市平均指数达到了顶峰，在此后1/4个世纪里，这一纪录始终未被打破。“繁荣的无尽链条”不久宣告断裂，其实一般商业活动数月之前就已开始向下滑坡。第二天，股价开始波动，始终摇摆。又过一天，9月5日，市场遭受了剧烈下挫，出现了所谓的“巴布森崩盘”。

“巴布森崩盘”这一称谓，是为了纪念来自马萨诸塞州韦尔斯利的财务顾问罗杰·巴布森先生。他留着一撮山羊胡，长着一副小鬼般的面孔，身体有些虚弱，但却在一次金融午宴上一语成谶：“我还是要重复强调过去两年这个时候我持有的观点，崩盘迟早会出现。”华尔街的专业人士们对这位“韦尔斯利圣人”新发表的声明纷纷喝彩，当然还是带着他们一贯的嘲笑。

正如巴布森在自己的声明中发出暗示一样，近几年来他一直在预测崩盘的到来，而且现在终于兑现了。下午2时，当巴布森的讲话出现在公告板上（道琼斯金融新闻显示板，当时全美经纪行的必备设施）的时候，股价开始跳水了。在全天交易的最后疯狂一小时内，有200万股股票转手，美国电报电话公司下跌六个百分点、西屋电器下跌七个百分点，美国钢铁则跌了九个百分点。一个月前还是有趣预言的“巴布森崩盘”，还是难以置信的股灾，现在一下子成了众人谈论的焦点话题。

投资者的信心在动摇，9月历来都是多事之秋。每当股价急遽下跌的时候，政府官员和银行家都会对全国的公众做出宣传，说没有理由担忧和恐慌。“内在价值”理论的先驱者之一、耶鲁大学的欧文·费雪教授也亮出了“永垂青史”的观点，他宣称股市已经到达了一个“永不跌落的高原平台”。

到了星期一，也就是10月21日，一场经典股市崩盘的舞台开始搭建起来。由于股价下跌，券商们纷纷要求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

保证金交易客户追加保证金。而公众要么没钱，要么不愿意追加保证金，于是券商只好强行平仓。这又进一步压低了股票价格，进而引发了更多的保证金追加要求，最终，股价陷入恶性循环，自然下跌。

10月21日这一天，全天的成交量放大到了600余万股。行情接收机上的线条一路下滑，成千上万的个人投资者在全国各个经纪行看到这一表现，无不灰心沮丧。股市收盘后，接收机还在一直运转，用了将近1小时40分钟才接收完全部交易记录。

费雪教授仍然不屈不挠，拒绝承认股市恶化，认为这只是"将那些利用保证金投机的极端分子振荡出局"，并进一步宣称，经济繁荣时期的股价尚未反映其真实价值，因此会继续上升。他还认为，且不论其他因素，单是已令美国工人"更多产更可靠"的"禁酒"运动，其益处在市场上就还未完全体现出来。

10月24日即后来所谓的"黑色星期四"，当天市场成交量高达1300万股。有时，每一笔交易都会带动股价下挫五美元甚至十美元。短短几个小时之内，许多个股的跌幅就达到了40~50个百分点。翌日，赫伯特·胡佛总统发表了他的"著名"论断："美国的基本商业……是立足于健全和繁荣的基础之上的。"

1929年10月29日，星期二，纽约证券交易所历史上灾难最为深重的一天，交易所内的恐慌程度恐怕只有1987年的10月19日和20日两天才能与之匹敌。这一天，成交量已经超出了1640万股（1929年的1600万股相当于2002年的20多亿股，因为现在上市的总盘子更大）。股价几乎直线下挫，并且持续下挫……至1932年抵达谷底时，除了"相对安全"的美国电报电话公司的股价只下降了75%之外，大多数蓝筹股都跌了95%以上。

也许，对这次灾难性崩溃最佳的概括当属娱乐周刊Variety。它在头版头条以"华尔街一败涂地"为题叙述了整个故事。投机风潮刹那死寂，数十亿美元的股票市值连同几百万人的梦想灰飞烟灭。紧跟着股市崩盘，美国又遭遇了本国历史上最具灾难性的大萧条。

眼下同样也有一些修正主义历史学家提出，的确存在一种方案，可以解决20世纪20年代后期股市繁荣所引发的疯狂。例如，哈罗德·比尔曼在他的《1929年之谜》一书中指出，除非有人能够完美预测未来，否则没有理由说1929年的股价明显偏高，因为当时的经济看起来仍将继续繁荣。毕竟，一些心智极高的人，比如费雪和凯恩斯都认为当时的股价很合理（不过，到了1929年12月，甚至连费雪都承认之前居高不下的股价"部分为愚蠢盲目的疯狂购买所致"）。比尔曼进一步提出，如果当时不是因为采取了不合时宜的货币政策，股市中的极端乐观气氛甚至是可以慢慢矫正的。为了惩罚投机者，美国联邦储备委员会采取了提高利率的政策。在比尔曼看来，崩盘本身正是由这一政策造成的。他的观点至少有些事实成分，今天的经济学家也时常将20世纪30年代的大萧条，归咎于美联储放任货币供应量急剧下降的货币政策。尽管如此，历史已经给了我们一次深刻的教训，那就是股价（商品或服务的一般价格水平亦是如此）骤然蹿升后，极难实现软着陆。即便美国经济的繁荣持续到了20世纪30年代，股价也不可能在20年代后期保持上升势头。

此外，封闭式投资公司份额（在第十五章中将有详细介绍）的反常表现，也从另外一个侧面反映出20世纪20年代股市广泛存在的非理性。这些封闭式基金的"基础"价值，是由其所持有证券的市值决定的。1930年之后的大部分时间里，这些基金份额只能按基金资产总市值的八折折价交易。但在1929年1月至8月间，连一般的封闭式基金份额都有50%的溢价，更别提一些最为知名的基金了，它们的溢价比率更是令人惊愕——高盛公司的基金份额售价是其市值的两倍，"三角大陆"公司的基金份额售价是其市值的256倍。这意味着，你或者通过经纪人以当前市价购入美国电报电话公司的股票，要么以25倍的市价通过基金购买股票。上面的小数点可都没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有放错位置，基金份额的市价的确是其基础资产价格的 2~3 倍。显而易见，在非理性的投机热情的促动下，这些基金的价格已经远远超过了其所持股票的市场价值。

后记

为何人们总是健忘？为何此类投机狂潮总是不能成为“后事之师”？对于这样的问题，我也找不出合适的答案。但我确信，伯纳德·巴鲁克道出了真谛——研究这些事件有助于投资者生存下去。根据我的个人经验，在市场上屡屡失败的输家，正是那些无法抵住诱惑的投机者，并往往会在类似郁金香球茎热的事件中被逐出局。实际上，要从股市赚钱也并非难事。正如我们随后将看到的一样，随意向《华尔街日报》的上市公司清单掷一些飞镖，选出的投资组合也能获得相当不错的长期回报。真正难以避免的是那些迷人的诱惑，它们总是蛊惑你投身到迅速致富的短期投机狂欢中。这一教训如此清晰，却又如此易被忽略。



第四章　股票价格的磐石理论

投资者能够并且应该从股票市场有所领悟。第二、三、四章所做的历史性回顾足以警示你保全自己，不要陷入圈套，变成空中楼阁的建造者。解剖分析在投资实践中，就如同在内科学中一样有用。同时，在投资的世界里得到了预先警告，也并不意味着做好了事先准备。投资者还需要判断当前的市场价格是否合理。这就需要一个判断标准，哪怕只是宽松的标准。那么，这样的标准果真存在吗？恰巧，我个人认为是存在的。不过它既不完全紧贴在磐石上，也不像空中楼阁那样虚无浮动。

磐石理论家（其中包括华尔街上许多优秀的证券分析师）透彻地知道，对市场价值的纯粹心理支持是最不可靠的，飙升的股市最终也必然要遵从金融万有引力定律。因此，诸多证券分析师致力于估算股票的磐石价值。下面，就让我们看看这些估值背后到底有哪些要素。

股票价格的“基本”决定因素

决定股票真实价值或内在价值的因素是什么？证券分析师在估算一只证券磐石价值的时候，参照的所谓“基本因素”又有哪些呢？

我在第一章曾谈到过，磐石理论家认为，股票的价值等于投资者预期从股票中所获全部现金回报的现值。要牢记“现值”这一概念，它表明马上到手的现金与预期未来得到的现金是有区别的，后者必须要“贴现”。所有的未来收入都不如到手的钱有价值，原因在于如果你现在持有资金，它会为你赚取利息。一点儿不假，时间就是金钱。

在计算股票价值估值的时候，磐石理论家通常是从那些出于“持有”动机而购买股票的长期投资者角度出发的。也许投资者以每股 75 美元的价格买入 100 股 IBM 公司股票时，会期望后来有人以每股 100 美元的价格接手。但是，如果投资者看中的是 IBM 股票的长期股息流，那么投机因素就可以忽略不计。

不过，在 20 世纪 90 年代末的大牛市，股息对于投资者的重要性远远比不上资本利得。事实上，许多上市公司宁愿采用股票回购计划，也不愿提高股息。倘若公司回购股票，则势必减少公司发行在外的股票总数，每股收益和每股价格便均会因此上升。所以，股票回购往往会增加投资者的资本利得，提高公司的收益增长率和股价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于那些股票期权占薪酬很大比例的管理层而言，他们自然乐于选择股票回购计划，因为这能让他们的股票期权价值倍增。在下面的讨论中，我们将看到如何对此进行调节从而得出内在价值估值。不过，我们的起始点还是要从公司所派发股息的现金流开始。一只股票的价值，就等于企业打算支付的未来全部股息的现值或贴现值。

当然，普通股股票的价格取决于多种因素。我认为，其中有四种对股票价值具有决定性的影响作用，下面我将逐一论述。对于每种因素，我都把它概括成了一条规则，以便帮助你估算任何一只股票的价值。磐石理论家们认为，如果你始终遵从这些规则，在我前面描述的投机狂潮中，你一定可以幸免于难。

决定因素一：预期增长率

大多数人都没有意识到复合增长对于金融决策的重大意义。阿尔伯特·爱因斯坦曾经把复利描述为"有史以来最伟大的数学发现"。人们通常说，那个在1626年把曼哈顿岛卖了24美元的印第安人是上了白人的当。但其实，他可能是最为精明的商人。

假如当时他把这24美元存入银行，按每半年6%的复利计算，那么到现在大约就变成了1000亿美元，他的后代大可以拿这笔钱买回现在这块发达土地的绝大部分了。这就是复合增长的魔力所在！

同样，各种未来股息增长率所蕴涵的意义，可能也会让许多读者惊诧不已。正如下面表格显示的，15%的增长率就意味着股息每五年会翻一倍……

股息增长率（%）	现在的股息（美元）	5年后的股息（美元）	10年后的股息（美元）	25年后的股息（美元）
5	1.00	1.28	1.62	3.39
15	1.00	2.01	4.05	32.92
25	1.00	3.05	9.31	264.70

但是，问题关键在于股息增长不可能永远持续下去。跟大多数生物一样，行业、公司也存在着生命周期。特别是公司，出生后的死亡率是很高的。幸存下来的公司，可以期待快速成长、成熟，然后进入稳定期。但是到了生命周期后期，公司终究会走下坡路，要么死亡，要么经历一次巨大质变。以100年前美国的那些领先企业为例，像东方马车公司、拉克罗斯与明尼苏达邮轮公司、洛布德尔轮胎公司、萨凡那和圣保罗轮船公司、哈热德火药公司这些当时已经发展成熟的企业，一定能在"财富500强"里名列前茅。可是到了今天，它们都已不复存在了。

再看一看行业记录。一个世纪以前，铁路行业是最为生机勃勃的增长型行业，后来终于步入成长阶段，在享受过相当长的一段繁荣期之后，近年来也走向了衰落。造纸业和铝业则为我们提供了更近的例子，它们都是快速增长中止以后，进入了生命周期中更加稳定的成熟期。在20世纪40年代和50年代初，这两个行业是美国增长最快的行业，但是到了60年代，它们的增长速度已经不能比整个经济快出一分一毫。类似的，在20世纪50年代后期和60年代增长速度最快的电子设备行业，到了70年代和80年代也已经减速爬行。在20世纪80年代后期和90年代迅速崛起的个人电脑行业和电脑配件行业，到了90年代后期也目睹了自己增长率的滑坡。

即使自然存在的生命周期不会困扰一家公司，事实上保持同样的增长速度也会越来越难。一家盈利100万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元的公司，只需再增加 10 万美元的收益，就可以达到 10%的增长率，而一家拥有 1000 万美元盈利的公司，为了产生相同的增长率，就需要再实现 100 万美元的收益。

有些观点认为长期的高速增长率可以依赖，此种谬论用美国的“人口预测”就能很好地驳斥。假如美国全国和加利福尼亚州的人口以目前各自的比率增长，那么到了 2035 年，将会有 120%的美国人居住在加州！用同样的预测方法进行计算，到了 2035 年，240%的全美性病患者也将居住在加州。一位加州人听到这些预测后，嗤之以鼻说：“只有前一个预测才让后一个预测看起来完全合理。”

预测可以凭运气，但是倘若要想让市场估值有意义的话，股票价格必须反映出增长前景的差异。同时，增长阶段的可能长度也是非常重要的。如果一家公司预期在未来十年内保持 20%的高速增长率，而另一家公司的预期只是在五年内保持同样的增长率，那么在其他条件相同的情况下，前一家公司就比后一家公司更具有投资价值。原因在于，增长率只是一种平均水平，而非不朽真理，不会无限期延续。由此，我们便得到了磐石理论家评估证券时的第一条规则。

规则 1：一只股票的股息和收益增长率越高，理性投资者就越是愿意为其支付较高的价格

我们还可以附带得出一条重要推论：

规则 1 推论：一只股票的高速增长率预期维持时限越长，理性投资者就越是愿意为其支付较高的价格

决定因素二：预期股息派发

和股票的预期增长率相比，每次派发的股息金额对决定股价的重要性更加易于理解。在其他条件相同的情况下，派发的股息越多，股票价值自然就越高。这里的关键之处在于“其他条件相同”这句话。如果增长前景不被看好，即便支付的股息占收益的比例很高，也可能是糟糕的投资对象。相反，那些处于增长高峰的公司，却极少或是压根不拿出收益派发股息。正如前面提及的那样，许多公司往往采用股票回购方法，而不愿增加股息派发。但是如果两个公司的预期增长率一样，选择派息额较高的那家，无疑会让你富裕一些。

但是，对股票股利一定要当心。它根本不会带来任何好处。公司采用这种做法的时候，通常是为了保有现金以备扩张，从而用送股的方式派发股息。有些持股人可能喜欢收到新纸片——这会让他们心里感到温暖，觉得企业的管理者对他们的福利还是挺重视的。还有一些股东甚至认为，股票股利能够增加他们所持有股票的总值。

但实际上，只有印刷工才从这种股利中获得了利润。为了完成 1∶1 的送股，上市公司必须为发行在外的每一张股票额外再印制一份新股。不过由于发行在外的股票增加了 1 倍，那么每股所代表的公司权益也就只剩下送股前的一半。每股收益和其他所有按每股统计的数据，也都变成了原来的 1/2。股票股利带来的唯一后果，只有单位变化。所以，持股人不应当欢迎任何的股票分割或股票股利的消息，除非同时伴有高额现金股息派发或者收益增加的信息。

对于股票分割（或高比例配股），所能想象到的唯一好处就是每股股价的下降，从而可能促使更多的投资者购进这种股票。人们习惯以 100 股为单位购买股票，如果股价过高，许多投资者便会感到无法问津。但是通常情况下，公司宣布的只是 2%或者 3%的送股比例，这就没有半点好处可言了。

分发代表配送股利的新凭证，总会给人带来这样的印象，似乎拥有了真实的所有权证明。其实，印制凭证实属愚蠢之举，早就应该废弃了。所有者名册可以轻而易举地记录在大型电脑的磁盘里，现在，大多数债券和股票实际上采用的就是这种方式。如果持股人不再一味渴望装帧精美的凭证，那么证券行业就能够减少纸质工作负

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

担，环保主义者也可以庆贺又一场胜利了。

一吐为快之后，现在让我们用一段话对第二条规则加以总结。

规则2：在其他条件相同的情况下，一家公司派发的现金股息占收益的比例越高，理性投资者就越是愿意为其股票支付一个较高的价格

决定因素三：风险程度

无论过于热切的经纪人怎样花言巧语说服你投资股市，你都应该首先清楚一点，风险在这个市场上地位极其重要。股市总是有风险，也正是因为风险的存在，才令股市如此充满魅力。同样的，风险也影响着对股票的估价。甚至一些人认为，在考察股票时，只需看它的风险就行了。

一只股票的声誉越好，也就是说风险越低，它的质量就越高。比如，那些称为蓝筹公司的股票，据说就应该享有一个“优质溢价”（为什么优质股票会被冠以一个源自牌桌的名称，个中原因只有华尔街才知道）。大多数投资者都偏爱风险较小的股票，因此，这些股票比那些风险高、质量差的对手市盈率就会高。

虽然存在这样一点共识——越高的风险必须由越高的未来回报（或越低的当前价格）来补偿，但是，要准确测量出风险程度，几乎是无法办到的。不过，这并没有令经济学家们畏惧退缩。学术经济学家也好，职业投资家也好，都付出了大量精力研究风险测量。实际上，鉴于风险测量太过重要，所以在本书的第十章，我将把大部分笔墨集中在这个问题上。

根据众所周知的理论，一只股票的价格（或者是包括股息在内的年度总回报）相对市场整体水平的波动幅度越大，它的风险就越高。例如，波动极小的强生股票就被《好管家》杂志誉为“鳏寡孤独都适合的投资”，因为即便在经济衰退时，它的盈利都不会下降很多，股息也有保障。因此，如果大盘下跌了20%，强生股价通常可能只会下降10%，股票风险低于平均水平。而刚好相反，思科公司则有着一段剧烈波动的历史，当大盘下跌20%时，它却暴跌了40%多。所以，它就被大家叫做“飞行物”，或者说是一项具有“商人风险”的投资。拥有这样公司的股票，对投资者来说宛如赌博，尤其对那些在市场状况不佳时又不得不抛售的投资者而言，更是如此。

不过，当企业经营得好、市场步入持续上升通道时，思科的表现就有可能远远超过强生。可是，如果你跟大多数投资者一样，看重的是稳定的回报，而不是出于投机的希望，不愿意彻夜不眠地担心自己的股票，并且期望在市场可能滑坡时控制损失，那么，在其他条件相同的情况下，你将会偏向一只更加稳定的证券。这就引出了我们的第三条证券估价规则。

规则3：在其他条件相同的情况下，一只股票的风险越低，厌恶风险的理性投资者就越是愿意为其支付较高的价格

在这里，我还得提醒读者注意，仅仅运用“相对变动”进行衡量，还不足以得出一家公司的相对风险。本书的第十章将会全面讨论风险这一重要的股票估价因素。

决定因素四：市场利率水平

无论股市觉得自己怎样重要，但它终究不是世界的全部。投资者应该考虑一下，除了股市之外，自己能够从其他渠道获得多少收益。利率如果足够高，就能够提供一个另外的稳定且盈利的市场，投资者就不必非得选择股市。回想一下，在20世纪80年代初，最优级企业债券的收益率狂升至将近15%的水平，级别稍微有些差的长期债券，利率则更高。股票的预期回报难以与债券利率匹敌，于是资金大量流向债市，股价大幅下跌。最终，当足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

够多的投资者开始入场抄底时，股市才在相当低的水平停止下跌。1987 年，这一幕再次上演，利率大幅上升，此后 10 月 19 日股市就出现了大崩盘。换种方式表达，就是若想把投资者从高收益率的债券吸引过来，股票必须提供特卖价格。（这一点可以换种说法解释。因为利率越高，就能够让我们现在的收益越多，所以延期收入就应当“贴现”得更加厉害。因此，当现在的利率水平相对较高时，未来股息回报的现值就会相对较低。不过，利率与股价之间的关系要比这多少复杂一些。假如投资者预期通货膨胀率会从 5%上升到 10%，那么投资者的期望就会驱使利率上升五个百分点，以补偿持有固定收益债券的投资者因通货膨胀率上升遭受的购买力损失。假如其他条件不变，股价就会因此下跌。但是，预期通货膨胀率较高的话，投资者也完全有理由估计公司收益和股息增长率越高，这又会带动股价上涨。第十三章将会更为全面地讨论通货膨胀、利率和股价三者之间的关系。）

另一方面，当市场利率非常低的时候，利息固定的债券与股票相比，竞争力就会极低，股价也往往趋于上涨。这为磐石理论的最后一条规则提供了正当理由。

规则 4：在其他条件相同的情况下，利率越低，理性投资者就越是愿意为一只股票支付更高的价格

两条重要告诫

以上四条定价规则表明的是，公司的增长率越高、增长持续期间越长、股息派发越多、股票风险越低、利率平均水平越低，其证券的磐石价值（以及市盈率）就会越高。

我在前面谈到过，经济学家们业已采纳以上这样的规则，并表达为计算股票具体价格（现值）的数学公式。从原则上来说，这些理论非常有用，它们揭示了股票价格的理性基础，给予投资者一种判断价值的标准。当然，还必须将这些规则与事实加以比较，以便验证它们是否与实际情况完全吻合。随后我就会触及此点。不过在我们运用精确方法考虑应用和检验这些规则之前，有两条重要的告诫我们需先谨记于心。

告诫 1：对于未来的任何预期都无法现在加以验证

要知道，甚至连珍妮·迪克森夫人（她曾因预言美国总统肯尼迪遇刺而名声大振——译者注）都无法准确地预测未来的一切。但是，对于证券分析师的公司长期增长前景和增长期间估计值，却还是有些人深信不疑。

预测未来收益和未来股息是最碰运气的一种职业。它不仅需要拥有经济学家的博学和技巧，同时还需要具有心理学家敏锐的洞察力。当位于职业顶峰的时候，极难拥有客观冷静的心态，盲目的乐观和过度的悲观总是不断冲击身处高处者。在 20 世纪 60 年代初期，经济和国际形势都相对稳定，投资者毫不怀疑接下来的十年将会出现经济的繁荣和股价的高升。人们预期为数众多的公司都会有一个非常高的增长率。过了一些年之后，到了 1980 年，经济遭受了严重的“滞胀”打击，世界形势极不稳定，投资者们对大多数公司顶多也只能预计一个适度的增长率。而在 20 世纪 90 年代后期的互联网泡沫阶段，投资者们又确信不疑，一个高速增长的新时代和无限的繁荣景象必将到来。

你要千万记住的一点是，无论运用哪种公式预测未来，这些公式总是或多或少地建立在假设条件基础上的。尽管华尔街上的许多人士宣称能够预测未来，但其实也和我们普通人一样，难免有失手的时候。正如萨缪尔·戈德温曾经所说：“预测难，对未来预测，更是难上加难。”

告诫 2：从不完善的数据中不可能计算出精确的数字

显而易见，如果公式中的系数是模糊的，你就不可能得到精确的数字。但是为了获得渴望的结果，投资者和分析师却一直乐此不疲。下面的例子，显示的就是这样一个过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

假定有这么一家公司，你听到了许多关于它的利好消息，并且假设你计算得出，该公司能在长期内保持高增长率。那么，会有多长呢？为什么不是十年呢？

然后，你根据公司当前的派息、预期股息增长率和利率平均水平，可能还会考虑股票风险进行调整，计算出了这只股票应该值多少钱。结果，遗憾的是，你发现计算结果比当前的市场价格还低那么一点点。

现在，你面临两种选择，要么认为股票定价过高而拒绝买入，要么你可以说："这只股票也许能维持11年的高速增长，而不是十年。毕竟，十年也首先是个猜测，11年又何尝不可？"于是，你再次回到电脑前面计算一番，瞧！这次得到的结果比现在的市价高出了许多。既然已经具备了这样"精确"的了解，就大可以"合理"地买入股票了。

为什么这样就行了？因为设定的增长期越长，未来的股息流就越大。由此，就变成了股票的"现值"取决于计算者本人的判断。如果11年的时间还不足以自欺欺人，那12年或者13年也许足够了。任何具体的价格，总是可以通过变动增长率和增长期限的组合得到。从这一层意义上来讲，由于人性的弱点，计算出一只股票的内在价值是不可能的。

彼得·威廉森在金融分析师的优秀教科书《投资学》中，向我们列举了另外一个例子。威廉森运用与前述相同的估价总体原则，预测了IBM公司股票的现值（或叫磐石价值），换句话说，预测IBM股息增长得有多快，增长期间有多长。当时，IBM股票是美国最优的成长股之一，因此，威廉森做了一个看似合理的假定，即IBM在进入增长率低得多的成熟期之前，数年之内都将保持一个相当高的增长率。当他计算自己的估值时，IBM的股票价格是每股320美元（未经股票分割）。

首先，我预计该股票的每股收益将以每年16%的速度增长，这比此前十年的平均水平略低一些……我预计16%的增长率将保持十年，随后的无限期增长率为……2%……当我把所有这些数字代入公式后，得到了该股的内在价值为172.94美元，只有现在市价的大约一半。

由于IBM股票的市价与内在价值之间相差如此悬殊，威廉森判定他对将来的预测是不准确的。于是，他做出进一步实验：

对于上述平均增长率，IBM公司仅能持续十年看起来并不真正合理。所以，我把16%的增长期延长到了20年。现在，真实价值达到了432.66美元，远远高出市场价格。

如果威廉森认为IBM高于平均水平的增长率将持续30年，他就能得出这样的预测结果：IBM在将来的销售总额将达到美国国民收入的一半。事实上，我们知道，IBM在20世纪80年代中期就停止了增长，而且据报道它在90年代初损失惨重。直到1994年新管理层接手后，才开始重现活力。

我们要从以上的事例认识到这样一点：磐石价值公式得出的数字精确值，是建立在预测未来这一不确定基础上的。这些公式的主要变量都非必然值，只能算是对未来可能出现的相对粗糙的估计值——也许有人还会说是"猜测"值。依靠你所做出的猜测，你能说服自己以任何一种愿意付出的价格购买一只股票。

我认为，即使从原则上来看，普通股价值的基础也是不确定的。就连万能的上帝，也不会准确知道普通股的合适市盈率到底是多少。

规则检验

有了上面的一些规则和告诫，就让我们进一步研究股票价格，并检验这些规则是否符合实际情况。首先，让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们从第一条规则开始：预期增长率越高，股价就越高。

第一步，我们把这个问题换一种表述方式，用市盈率取代股价本身。市盈率为我们提供了一个很好的股票比较标准，通过比较各只股票之间不同的价格和市盈率，就能判断它们的优劣。一只股价为 100 美元、每股收益十美元的股票，与另外一只股价为 40 美元、每股收益四美元的股票，它们的市盈率却是一样的，都是十倍。市盈率会真实告诉你市场对一只股票的看法，而股价却不能。由此，问题变形之后就是：预期增长率越高，市盈率是否也会越高？根据我自己和约翰·克莱格的研究，这个问题的答案是肯定的。

我们的第一半数据，也就是市盈率数据很容易收集。《纽约时报》和《华尔街日报》这样的报纸每天都会公布。为了收集预期长期增长率的信息，我们调查了 18 家主要投资公司，它们本身的业务就是提供预测数据，在它们的预测基础上，才会产生出买入或卖出的建议（我将在后面讲述这些公司是如何进行预测的）……

除了可以证明市场如何评价不同增长率之外，这张图还可用做投资操作指南。假定你正在考虑是否购买一只预期增长率为 20%的股票，并且你发现市场上增长率为 20%的股票（例如微软），平均市盈率是 36 倍，那么如果你所考虑的股票市盈率为 40 倍，你就应该放弃购买的念头，选择一只根据现在市场标准定价更加合理的股票。反过来，如果你手里的股票的市盈率低于具有相同增长率股票的平均市盈率，那就意味着这只股票比较划算。在随后的几点中，我将讲述如何利用这种技巧，同时分析其中可能存在的陷阱。

第二、三、四条规则又对不对呢？既然我们能够检验市盈率和预期增长率之间的关系，我们同样也能收集到必要的数据，找到合适的方法。我们不仅能够验证增长率对市盈率的影响，还能检验股息派发、风险和较高的长期预期增长率推动市盈率上涨对利率的影响。其中的具体分析过程与我们关系不大，真正重要的是让我们认识到，市场定价看起来的确存在逻辑合理性，股票价格的走向看起来的确是在遵循磐石理论的四项规则。股市至少还是有理性基础的，这点让我们感到比较宽慰。

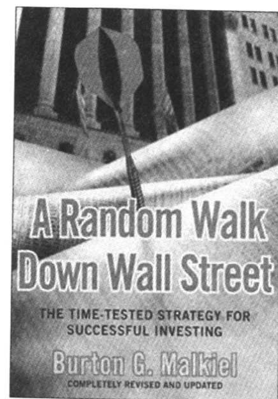
再来一条告诫

经过以上的分析，股票的市场价格看起来的确有一定的内在逻辑。股价不仅与预期增长的不同模式密切相关，与磐石理论中对定价极其具有影响的其他“基本”因素，也同样是息息相关的。是的，毕竟看起来存在某种价值磐石，而且华尔街上某些爱开玩笑的人，也真的认为如果你知晓了价值磐石，就能够赚到钱。

告诫 3：对雌鹅来说是增长，但对雄鹅未必就是增长

对特定的基本因素，市场到底会赋值多少，这才是真正的难点所在。事实经常是，市场价格的上涨与增长率的提高和市盈率的上升总是相伴而行的。关键在于，对于更高的增长，你愿意多花多少？

并不存在一成不变的答案。在某些时期，比如 20 世纪 60 年代初和 70 年代，当市场对增长极为追捧的时候，投资者就愿意为那些具有高增长率的股票支付特别高的价格。而在其他时期，比如 20 世纪 80 年代后期和 90 年代初，高增长股票相对于市场的平均市盈率来说，溢价水平并不高。到了 21 世纪初，组成纳斯达克 100 指数的成长股，市盈率水平达到了三位数。增长可能像郁金香球茎一样时髦，这就是投资者在成长股中受到的切肤之痛。从实际操作角度来说，曾经发生的市场定价的快速变化向我们昭示出，把任何一年各种因素与定价的关系作为市场标准的指示器，



《漫步华尔街》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

都将是非常危险的。不过，通过比较市场现在与历史对成长股的定价，投资者至少能够分辨出类似郁金香球茎一样重重打击了投资者的时期。

对于“磐石”的补充

曾有一位著名的犹太教士善解争端，人称“现代所罗门王”。一次，他应邀解决两个哲学家之间旷日持久的争论。在用心倾听了第一位哲学家令人信服的陈述后，他思索了一会儿，最后裁定：“是的，你是对的。”随后，第二个哲学家用同样具有说服力的论据阐明了自己的观点，并用其独特的雄辩才能反驳第一个哲学家的论点。教士点头称是，并裁定说：“你是对的。”一位旁观者被这一幕弄糊涂了，他把教士拉到一边，抱怨说：“你说他们两个都对，但他俩的观点完全相反，不可能都对吧？”教士沉思片刻说道：“对，你才真正是对的。”在裁定磐石理论家和空中楼阁支持者之间的争论时，我感觉自己就有点儿像那个随和的犹太教士，左右为难。显而易见，那些基本要素的确对市场价格具有深刻的影响。我们已经看到，股票的市盈率受着预期增长率、股息派发、风险和市场利率的影响。收益增长率的预期越高、股息派发越多，股票的市盈率往往就越高，而高风险或高利率往往起到拉低市盈率的作用。正如磐石理论断言的，股市的确存在一定的内在逻辑。

现在，该说的都说了，该验证的也都验证了。看起来对于股价是有一个标准，但这却是一个最为灵活多变、最不可靠的标准。打个比喻，股价是船，基本因素是锚，船是由锚固定住的，但“船锚”可以轻易地从这里拉上来，再挪到那里扔下去。我们已经发现，价值标准并非像物理学定律一样亘古不变，而是一种与市场情况相关的灵活多变的关系，并且市场还受到大众心理的严重影响。

这些股票价格的基本决定因素，不仅市场会改变对它们的赋值，它们本身也易受到市场心理的影响而发生变化。买股票是基于预期，而不是事实。对股价最具有影响的基本因素是公司未来收益和股息的增长水平及持续时间。但是，正如我在前面指出的那样，未来收益增长预测起来并不简单，即使预测者是市场专业人士。在过分乐观的时期里，投资者很容易令自己确信，自己所偏爱的那些公司能在相当长的一段时间里保持连续的大幅增长，甚至连那些最为理性的磐石理论家，也会提高对增长的估计值，也会说服自己为一只股票付出任何价格。

反之，当股市被过度悲观的情绪笼罩的时候，许多证券分析师不会相信任何短期内“不可见”的增长，因此估值就会变得极其保守。但是，如果预期增长率本身和市场愿为这种增长支付的价格，都会因市场心理迅速变化，那么显然，对于股票来说，磐石内在价值这个概念就是一种虚幻了。就如同华尔街上一句古老的格言所说：“牛市里，再高的股价也不算高；熊市里，再低的股价也不为低。”

建立空中楼阁的梦想，快速致富的梦想，因此也许会在决定实际的股票价格中起到重要的作用。并且，甚至是那些信奉磐石理论的投资者，在购买一只股票的时候，都有可能是出于这样的预测——大众将会预测这只股票将来有更高的增长率。毕竟，那些希望获得大量利润的投资者可能发现，最能获利的途径乃是抢先出击，同时期待股票内在价值将来的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《华尔街45年》

【美国】威廉·戴尔伯特·江恩（1878～1955）

你可以根据市场评论操作，并像其他许多人那样或是输钱或是打平，因为市场评论推荐了太多的股票供你买卖，而且你选择了错误的一只并因此输钱。一个聪明人不可能盲目地跟随他人，即使他们是正确的，因为当你自己也不知道这些建议是以什么为根据的时候，就不可能有信心，并依此进行操作。当你自己可以看出并且知道股票为什么要上涨或下跌的时候，就能够满怀信心地操作并从中获利。

这就是你为什么应当研究我所有的规则，并亲手绘制个股走势图以及平均指数走势图的原因。如果你这样做，那就得准备好以独立于他人建议的方式进行操作，因为你会从经时间验证的规则中得知市场应有的趋势。

——引自《华尔街45年》



谈起任何证券投资的分析方法，如果不说说威廉·戴尔伯特·江恩的理论就不能称其为完整。这位传奇式的证券交易巨匠，在诸多股民的心目中是一位预言大师。他不仅预测股市行情的走势，还预测收成年景，乃至总统大选的结局。人们因此称之为“华尔街的宗师”。预言家总是令人敬仰、令人着迷的，更何况江恩预测的是股市的涨跌呢？江恩用自己创造的独特理论，在45年的职业证券交易生涯中，总共赚取了5000多万美元。其市场分析方法别树一帜，应用天文学，数学以及几何学的原理，准确程度往往匪夷所思，在其投资生涯中所创造的奇迹至今无人能比，被誉为“20世纪最伟大的投资大师”。

江恩在长期投资生涯中积累了丰富的经验，创造了独特的投资理论和方法。对于大部分爱好技术分析的投资人士来说，江恩理论几乎无人不识。江恩曾经出版过一些股票书籍，但是一生中最有名的著作，就是他在晚年写下的《华尔街45年》。在这本书中，江恩写道：“我写的这本《华尔街45年》，它记载了我的经验和新发现，以协助他人渡过难关。我现在已经72岁了，功名对我来说已毫无意义。我的收入远比我的开支多，因此我写这本书的唯一目的是要给他人最珍贵的礼物——知识！如果有一些读者能够发现进行安全投资的方法，那么我的目的就达到了，而且以这种方法投资的读者必将得到报偿。”短短数语，道尽了他从投机到投资历程的转变，也一语道破他早年著作为什么隐晦神秘的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

江恩在股票和期货市场上的骄人成绩至今无人可比，他在《华尔街45年》一书中提到的把时间与价格完美地结合起来的理论，至今仍为投资界人士所津津乐道，倍加推崇。著名投资人克拉伦斯·柯文曾说："江恩是唯一一位我认为与托马斯·爱迪生先生一样伟大的人。如果你学习《华尔街45年》一书中的规则，并大胆而客观地加以运用，就能赚钱并保住盈利。"





《华尔街45年》一书是江恩多年来在证券交易中所获得的交易心得的总结。其中谈到了时间循环规则，3日走势图和9点摆动图，如何交易看涨期权、看跌期权、股权和权证，以及以小风险获取大利润等问题。江恩在本书中总结了其在45年交易生涯中积累的宝贵经验，对投资者来说有着十分重要的借鉴意义。

在《华尔街45年》中，江恩没有重复叙述他在《股票行情的真谛》、《华尔街股票选择器》和《新股票趋势探测器》等书中高深莫测的理论，而是对实战经验作出了总结。

其中，12条交易规则是江恩操作系统的重要组成部分，他还制订了21条成功买卖守则，江恩一生的投资都是严格地按照这12条交易规则和21条成功买卖守则进行的。

江恩认为，进行交易必须根据一套既定的交易规则去操作，而不能随意地买卖，盲目地猜测市场的发展情况。随着时间的转变，市场的条件也会跟随转变，投资者必须学会跟随市场的转变而转变，而不能认死理。投资应当把握股市的主要趋势，不要为小利而轻易作出决策。

江恩认为，跑差价的人赚不到钱。买卖有损失时，切忌赌徒式加码。不要因为不耐烦而入市，也不要因为不耐烦而平仓。入市时下的止损单，不宜胡乱取消。

入市要等候机会，不宜买卖过于频繁。做多做空自如，不应只做单边。不要因为价位太低而吸纳，也

江恩的24条常胜规则

为了在股票市场上取得成功的交易，交易者必须有明确的规则，并遵照执行。下面给出的规则是基于我个人的经验，任何人只要遵守它们就会获得成功。

1. 资金的使用量：将你的资金分成十等份，永不在一次交易中使用超过十分之一的资金。
2. 用止损单。永远在离你成交价的3至5点处设置止损单，以保护投资。
3. 永不过度交易。这会搞破你的资金使用规则。
4. 永不让盈利变成损失。一旦你获得了3点或更多的利润，请立即使用止损单，这样你就不会有资本的损失。
5. 不要逆势而为。如果你根据走势图，无法确定趋势何去何从，就不要买卖。
6. 看不准行情的时候就退出，也不要在看不准行情的时候入市。
7. 仅交易活跃的股票。避免介入那些运动缓慢、成交稀少的股票。
8. 平均分摊风险。如果可能的话，交易4只或5只股票。避免把所有的资金投到一只股票上。
9. 不要限制委托条件，或固定买卖价格。用市价委托。
10. 若没有好的理由，就不要平仓。用止损单保护你的利润。
11. 累积盈余。如果你进行了一系列成功的交易，请把部分资金划入盈余账户，备在紧急情况之下，或市场出现恐慌之时使用。
12. 永不为了获得一次分红而买进股票。
13. 永不平均分配损失。这是交易者犯下的最糟糕的错误之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不要因为价位太高而沽空。永不对冲。尽量避免在不适当的时候搞金字塔加码。如无适当理由，避免胡乱更改所持股票的买卖策略。

在《华尔街45年》一书中，江恩告诫投资者：在投资之前要先细心研究市场，因为你可能会作出与市场完全相反的错误的买卖决定，同时你必须学会如何去处理这些错误。

一个成功的投资者并不是不犯错误，因为在证券市场中面对千变万化、捉摸不定的市场，任何一个人都可能犯错误，甚至是严重的错误。

但最重要的关键是成功者懂得如何去处理错误，不使其继续扩大；而失败者因犹豫不决、优柔寡断任错误发展，并造成更大的损失。

江恩理论的实质是把看似无序的市场趋势用代表趋势的两个最原始的数据——价格和成交量与时间有机地结合起来，从而创造出一套完美的交易法则。



字字珠玑的投资手册

经典导读 JINGDIANDAODU

初接触《华尔街45年》并不是很感兴趣，书中没有什么"战无不胜"等时下的一些响亮词语，而且随手一翻内容安排，以一些历史数据为主，文字相对不多，感觉像流水账，但是当时直觉告诉我，这本书是绝对不会从书橱淘汰的书。其后断断续续地看了一些，从序言、第一章、第二章的文字看，尽管认为很好，但还是没有深刻的体验。

人都是这样，非要感到切肤之痛时，才知道好东西的可贵。一直到现在我反思自己的愚蠢操作亏损时，才感觉书中的论说真是句句金言，从中可以找出一些自己存在的问题，而对股市感觉不再像面对一头毫无章法可循的怪兽。

---

14. 永不因为失去耐心而出市，也不要因为急不可耐而入市。
15. 避免赢小利而赔大钱。
16. 不要在进行交易时撤销你已经设置的止损单。
17. 避免出入市过于频繁。
18. 愿卖的同时也要愿买。让你的目的与趋势保持一致并从中获利。
19. 永不因为股价低而买入，或因为股份高而卖出。
20. 小心在错误的时候加码。等股票活跃并冲破阻力位后再加码买入，等股票跌破主力派发区域后再加码放空。
21. 挑选小盘股做多，挑选大盘股放空。
22. 永不对冲。如果你做多一只股票，而它开始下跌，就不要卖另一只股票来补仓。你应当离场，认赔，并等待另一个机会。
23. 若没有好的理由，就永不在市场中变换多空位置。在你进行交易时，必须有某种好的理由，或依照某种明确的计划；然后，不要在市场未出现明确的转势迹象前离场。
24. 避免在长期的成功或赢利后增加交易。

当你决定进行一笔交易的时候，必须确信没有触犯这24条规则中的任何一条，这些规则对于你的成功来说至关重要。当你割肉时，请回顾这些规则，看看你违反了哪一条，然后不再重蹈覆辙。经验和调查会使你相信这些规则的价值，观察和学习将把你引向一种可以在华尔街获得成功的正确而实用的理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

江恩对市场操作者的操作仅作为一种“有利可图的职业”提出来，并不说是“暴发户的职业”，二者的不同决定了操作的理性化程度不同，从另一个方面看就是操作者的追求与风格不同。而“有利可图的职业”就是一种“非淡泊无以明志，非宁静无以致远”的境界，自己去发现市场规律，体会市场脉动，理性地去操作。从理论上说，把自己定位在“有利可图的职业”，还是定位在“暴发户的职业”，就会形成仓位、风险大小、进场出场时机等的不同。比如：一笔交易你去执行时用多重的仓位，“有利可图的职业”就有讲究，江恩一般定为总金额的十分之一；而如定位在“暴发户的职业”就可能是重仓，这样做就是十次操作对八次，那么两次的失败也有可能让你翻不了身。他提倡市场操作者要多向市场学习、理性地去操作、获取自己所学能获得的合理利益。

我以前曾做过的两波行情存在仓位不遵守规则的问题，我用三分之一的资金入市抓住了两波行情，但我随后违反了规则又加重了仓位（此时我从平时自认的理性的操作者变成了赌徒。当你违反规则时就成了赌徒，赚钱是偶然，亏钱是必然），其后行情不好及时止损，都做对了，但还是亏了钱。因此，在我国股市还未推出做空的前提下，更要注意遵守规则。

《华尔街 45 年》对个股的分析主要集中在第三章“如何挑选有独立行情的个股”这一章，基本思路是主要从价位、走势来分析股票。值得学习的是要形成自己的思维定势，每买入一只股票都要按这样的思路去想一遍，分析时有一句话特别要注意：“你要知道的是在什么时候买进，什么时候它是安全的，以及什么时候它表现出了一种确定的上升趋势。”

江恩就像科学家严谨地对待课题一样研究市场运行，并用自己观察市场的经验总结出运行的幅度、速度、时间规则，来衡量市场的状态和变化，来指导自己的操作。第四章结尾有几句非常经典：“当你开始研究股票市场时，不要有什么成见，也不要凭希望或恐惧买卖。你要研究这三种重要的因素：时间、价格或成交量。研究我的规则并付诸实践……这样你就可以获利。”我结合自己的经验举例如下：如去年下降趋势已成立，但你又要抢反弹，在你选的股票是与大盘同步的前提下，你就要观察大盘的时间、点位、成交额，个股就主要观察价位与成交量，个股只有认为成交量很低了并有一定程度的放大才可以买，但大盘看不到止跌的迹象个股也不能买。（佚　名）



金融先知的投资策略精华

《华尔街 45 年》是江恩在 1949 年写的最后一部著作，这一年江恩已 72 岁高龄。在此之前，江恩曾经出版过一些股票书籍，但却没有一本比《华尔街 45 年》更能真正透露江恩成功的秘密。在这本书中我们所看到最多的字眼并不是角度线和时间周期，而是“止损单”三个字。单单第二章，止损单便出现了 8 次之多，每一次出现，江恩都指出其重要性。

江恩认为，大多数人在股市中输钱主要有三个原因。

第一，交易过度或买卖过于频繁。要在股市中获利就应当避免上述错误的发生，那什么是交易过度？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

江恩在他的 24 条常胜规则中第一条就指出，将你的资金分为 10 等份，永不在一次交易中使用超过 1/10 的资金。当然，对于不同量的资金并非都一定要分为 10 个等份，但有一条是投资人必须要坚持的，就是在通常的情况下每一次买卖都不要总是全仓进出。

每次交易只使用一定量的资金，由此可见身为测市大师的江恩在操作中是极其稳健的。在规则的第 3 条中，江恩指出：永不过度交易。江恩认为在有限的资本上过度买卖，也就是说操作过于频繁，会打破资金使用规则。

第二，没有下止损单或限制他们的损失。不下止损单也是投资人最常犯的错误之一。常常听到投资者的诉苦，说自己手中的股票市价已大大低于自己的买进价。但是，如果他是准备投资一家公司的股票，他绝对不会因为股价的大幅下跌而抱怨；若是投机者，他绝对应该设置一个止损价位，只要跌破这个价位，都应该第一时间抛出股票。

江恩在规则的第 2 条中就指出，永远在离你成交价的 3 到 5 点处设置止损单，以保护投资。当然，对于不同时期不同市场这一幅度可以自己参考改变，但你一定要做到的是，在任何时候都为自己的交易设下止损单，因为止损单是保护你资本的唯一的安全阀。当然，现实中如何设置止损单更是一门艺术。

这里必须提到的是，还有一些投资者，甚至是一些市场老手，虽然设了止损单，但在实际操作中并不坚决执行，结果遭受巨大损失。江恩在他的规则中指出：不要在进行交易的时候撤销你已经设置的止损单。因为那是一个相当愚蠢的举动。另外，江恩在他的规则中还提到，永不让利润变成损失。

第三，对市场知之甚少，这是最重要的原因。要研究市场的正确趋势，就必须学习相关的知识。江恩认为，只有那些为知识花费时间和金钱，并不断学习，永不以为自己无所不知，而是意识到学无止境的人才能在证券市场中获利成功。相反，很多投资者并不注重知识的学习，而是想当然办事或主观认为市场将如何如何，或者仅凭着别人的意见来进行操作，以致造成巨大的损失。江恩强调的是市场的知识，实战的经验，而这种市场的知识往往要在市场中摸爬滚打相当时间才会真正有所体会。而那时你就会发现学习是多么的重要，你也就懂得了为什么不能过度交易和为何一定要设定止损单和如何设置止损单。

江恩的测市系统很多地方抽象难懂，不易理解，不是每个投资者都能掌握的，但江恩的操作系统和买卖规则却易于理解。而正是这一简单的操作策略系统，让他在一个动荡而充满危机的年代里从事投机事业而立于不败之地。试想，身为神一般的测市大师的江恩，都时时遵守着这些看似凡夫俗子制订的规则，你又有什么理由不好好体会与遵守呢？（刘　佳）



20 世纪最伟大的投资大师



威廉·戴尔伯特·江恩 1878 年 6 月 15 日出生于美国得克萨斯州的小镇卢浮金，是家中的长子。父母是爱尔兰裔移民。父亲在学校教书，有一间台球房，做些马和牛的买卖。他们一家在得克萨斯州的松树林中过着简朴的生活。由于家里贫穷和要承担作为老大的家庭责任，少年时代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

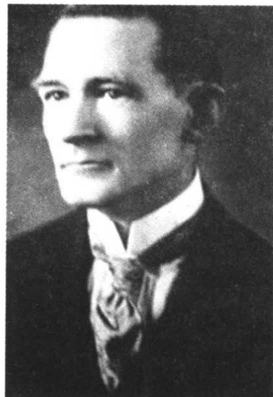
的江恩就卖过报纸、明信片、食品、小饰物等，从未上过高中。1902年24岁的江恩第一次入市买卖棉花期货，1906年到俄克拉荷马州当股票经纪，1908年30岁的江恩移居纽约，建立了自己的经纪业务。

江恩开始时一无所有，他和他的家人都没有钱，没有受过教育，没有前景。但是在不到40年的时间里，江恩为世界所知晓。这是他努力工作带来的成果。江恩总是很早起床，工作至很晚，以十足干劲处理他的生意。作为一名导师、作家和先知的预测家，他只受过小学三年级的正式教育，但他从未停止过阅读。江恩曾花了9个月的时间泡在纽约的图书馆和大英博物院，没日没夜地工作，大量地研究过往的股票、期货市场的交易记录和华尔街的大炒家的操作方法，并总结出一套以自然规则为核心的交易方法，在他分析理论中着重分析了价格和时间的周期性关系。

在股票和期货市场中流传一句话："从来没有见过靠画图表赚大钱的人。"但是江恩的生平说明事实并非如此。1909年，江恩的交易技巧引起了人们的注意。著名的《股票行情与投资文摘》杂志安排了一次采访，江恩在25个交易日里受到严密的监视。在此期间，江恩总共进行了286次交易，既做多又做空。交易结果是264次获利，22次损失，盈利概率达92.3%。他的资本在25个交易日里增值了10倍，平均的交易间隔是20分钟。杂志对此进行了详细的报道。据江恩的一位朋友基利的回忆，1909年夏季，江恩预测9月小麦期权将会见1.20美元。可是，到9月30日芝加哥时间12时，该期权仍然在1.08美元之下徘徊，江恩的预测眼看落空。江恩说："如果今日收市时不见1.20美元，将表示我整套分析方法都有错误。不管现在是什么价，小麦一定要见1.20美元。"结果，在收市前一小时，小麦冲上1.20美元，震动整个市场，该合约不偏不倚，正好在1.20美元收市。

在江恩的事业高峰期，曾聘用25人为他制作各种分析图表及进行各类市场走势研究，并成立两家走势研究公司——江恩科学服务公司及江恩研究公司，出版多种投资通讯。在他每年出版的全年走势预测中，他清楚地绘制在什么时间见什么价位的预测走势图，准确性甚高。1918年春，江恩甚至预测到了第一次世界大战的结束。

《股价数据中的真理》是江恩写的第一本书，1924年出版。它是图表分析的开端，该书至今仍被视为图表分析领域中最杰出的作品，受到了《华尔街日报》的称赞，并且多年来一直销量很好，有些人认为这是江恩所写的许多书中最好的一本。成千上万的人曾买过他的著作，并从阅读和学习这些著作中获利。《伦敦金融时报》、《纽约每日报资新闻》等许多刊物都曾为江恩做过书评。


威廉·戴尔伯特·江恩

在1928年11月3日，江恩发表了一份美国股市预测报告，预测1929年美国工业平均指数的走势。江恩在该报告中开宗明义地指出，1929年将会到达大牛市循环的终结，由于这一次牛市由1921年开始，是美国历史上最长的一次升市，股票价格升至不正常的水平，因此，当跌市来临，1929年将会是一次极为剧烈的暴跌。事实证明，他的预测完全正确。

20世纪30年代后期，江恩的交易兴趣从股票转向商品。他曾做过一则广告：为什么你从商品中赚的钱比从股票中赚的多？而且他还在广告中写了18条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

规则，解释他的原因。他教授商品交易方法的收费较少，因为用他的话说："教授这种方法所需要的时间少，而且只需要为数不多的走势图。"

江恩曾收到过许多读者的来信，讲述他们对成功运用江恩的交易方法的个人见解。其中有一位名叫CK的人的来信中写到："我已经认识江恩许多年了。我在他位于华尔街的办公室干了许多年，亲眼目睹他用他的方法进行交易，并从市场中获利。用这种方法，他已经在投机买卖中赚了大钱。他不再需要从教授他的方法或市场咨询服务中赚钱，就像福特先生不需要从卖汽车中赚钱一样。我从1927年以来就一直在用他的方法，结果很有效。我认为，这是一个人从市场中赚钱并保住盈利的唯一方法。如果你采用他的方法，并遵循他制定的规则，那么你也能获得成功。我敢说，如果离开了这种方法，你必输无疑。这是我在阅读了每一本我能找到的有关这个主题的书籍，以及研究过以前所有大炒家生平后，得出的结论。我订阅了每一份金融报纸，以及大多数市场咨询刊物。"

江恩在投机市场纵横数十年，以数学及几何理论作为基础，发展其独有的买卖方法。如，价格图表分析中的江恩几何角、江恩线，价格预测中的江恩回调比率、江恩历法等。江恩认为，只要跟随固定的规则买卖，任何人都可以在期货市场获利，而且得胜的机会比投资股市高。江恩相信股票、期货市场里也存在着宇宙中的自然规则。价格运动不是杂乱无章的，而且是可以预测的。因为江恩准确地预测了1929年的美股大崩盘，到了1932年，人们愿意支付1500美元购买他主编的自修课程教材，或花费5000美元参加他主讲的价格与时间的特别讲习会，当时的5000美元约合今日40万人民币！

同爱迪生一样，江恩也是极为虔诚的基督教徒，他宣称在《圣经》中发现了市场的循环周期。江恩认为，上帝创造世界是以7天完成的，因此"7"代表完全之意。《圣经》上说，从亚伯拉罕到耶稣基督经历了3个14代，又是7的倍数。所以江恩特别看重"7"在周期循环中的作用。玄妙的是，江恩生于1878年6月，死于1955年6月，恰好活了77年。



第一章　现在比1932年前更难获利吗？

原著精选

许多人给我写信问这个问题。我的回答是——不，只要你买卖正确的股票，现在仍可以像以前那样获取巨大的利润。变化了的环境在某种程度上已经改变了市场的行为。政府通过的各种法令规范着股票交易，即要求投资者支付更高的保证金。各种所得税法案使长线投资变得十分必要，因为这样可以免交过多的所得税。地差价已不再合算，因为短期的价格振荡难保它万无一失。待在经纪人的办公室里，解读即时行情已经过时。花时间绘制走势图并加以研究，才会使你受益匪浅。

许多上市已久的股票变得十分沉静，而且运动得更加缓慢。这就减少了在短时间内迅速获利的可能性。高达每股100美元以上，并且宽幅振荡的股票已不再比比皆是。

1949年6月14日，当股市到达极限最低点的时候，有大约1100只股票在进行交易。但仅有112只股票超过每股100美元。这些股票中的大多数是投资者持有的优先股，而且这种股票仅在一个狭窄价格区间内运动。在6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

月14日那一天，有315只股票低于每股20美元，202只股票低于每股10美元，而且有83只股票低于每股5美元，这就共有600只，或者可以说超过总数50%以上的股票低于每股20美元。有这么多在低价值交易的股票，你只能通过长线持有来赚钱。

近些年，许多高价股都已经宣布过分红，这不仅拆细了股票，而且还把更多的股票变成了低价股。

以同样的资本获得更大的利润

比起几年前，你可以用相同的资本赚更多的钱。例如，某只股票卖100美元一股，你要想买就必须拿出10000美元，或全额付清。但如今你可以凭50%的保证金买进这只股票，如果它上涨10个点，你就盈利1000美元，或自有资本的20%。现在，假定你要按50%的保证金买入1000股每股10美元的股票，这就需要5000美元的资本。如果这只股票上涨5个点，你就能获利5000美元，或自有资本的100%。有这么多前景良好、价格低廉的股票，你就有机会在今天像以前那样迅速获利。

成交量减少

近几年，纽约证券交易所的股票交易量非常小。这是因为人们买入股票并长期持有。自各种证券交易规则通过以来，就不再有联合舰队式的资金或操纵股票的现象。这并不意味着今后不会再有大牛市以及大涨势。随着时间的推移，大批股票逐渐分散到那些长期持有的投资者手中。流通股被逐渐消化吸收。因此，当突发事件掀起购买浪潮的时候，买入者会发现股票的供给稀少，所以不得不将它们的价格推高。股价越高，买的人就越多，这是司空见惯的事。这常常导致在牛市的末期出现一种最后的冲刺和股价的飙升。在华尔街，历史不断重演，以往发生的事会在未来再次出现。

1946年1月，美国政府做出了一项规定，它迫使每个买股票的人拿出100%的保证金，或换言之，全额付清。那时的股市正在高位运行，而且已经上涨了三年半。政府颁布的这项规定阻止人们购买股票了吗？没有。道琼斯平均指数上涨了20多点，而且在到达1946年5月29日的最高点以前又持续上涨了5个多月，这证明，只要人们的买气十足，政府并不能阻止股价的上扬，实际上许多投资者相信政府采取这样的行动是因为它认为股价的上扬会失去控制，对此确信无疑的投资者不断地买入股票，而无论保证金的要求如何。经验告诉我，只要时间周期指明上升趋势，那么什么也阻挡不了市场的趋势。而只要时间周期指明下降趋势，那么什么也阻挡不了市场的下跌。股票确实可以因利空消息而上涨，并因利多消息而下跌。

1949年3月，政府将股票交易的保证金要求降低到50%。许多人认为这是个特大利好消息，可以引发一场大牛市，但它没有。股票反弹两天至3月30日，然后转而下跌，至6月14日时，平均指数已下跌18个点。指数下跌是因为趋势已经向下，而且到达底部的时间周期并未结束。

股票中的相反倾向

近些年，市场已经变得比以前更加复杂，一些股票上涨，而同时另一些又在下跌。这是由于不同行业中的不同原因和条件所造成的。如果你坚持绘制高低价月线图，并加以研究，而且运用我给你的规则，那么你就可以鉴别这些相反的倾向，并掌握任何个股的趋势。

你为什么会在股市里输钱以及怎样将损失补回来

为什么大多数买卖股票的人会输钱？主要有这样3个原因：

1. 对于他们的资本来说，交易过度或买卖过于频繁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2. 他们没有下止损单或限制他们的损失。

3. 对市场知之甚少。这是最重要的原因。

大多数人买股票是因为他们希望股价会上涨并从中获利。他们按小道消息，或他人的想法购买股票，而自己没有任何关于股票上涨的具体知识。因此，他们错误地进入了市场，而且不能认识到自己的错误，或试图及时改正。最后，他们卖股票是因为害怕股价再跌，并常常卖在底部区域，结果在错误的时间脱身，这就犯了两个错误：在错误的时间入市和在错误的时间出市。有一个错误本可以避免，那就是他们本可以在错误地入市后及时脱身。他们没有意识到，操作股票或商品期货是一种工作或专业，就像工程专业或医学专业那样。



第二章 交易股票的规则

要想在股票交易中获利，你必须先获取知识；你必须在损失之前就开始学习。许多投资者在进入股市时对股市毫无认识，而且在他们意识到开始交易前有必要进行一段时期的准备工作之前，就损失了大部分本钱。我将告诉你我身处股市45年以上的经验之总结，如果你学以致用，那么这些规则将使你获得成功。

你首先必须清楚的是，你进行的交易有可能是错的；所以你必须知道怎样纠正错误。解决办法是通过设置止损单限制你的风险，止损单可以比你买入的价位低1、2或3个点。这样，如果你判断失误，就可以自动平仓，并在有确定的迹象时处于重新入市的位置。不要凭猜测行事；而应按确定的规则，以及基于我总结出的规则的确定迹象进行交易。这会带给你更好的机会以取得成功。

请熟读我在《股票行情的真谛》、《华尔街股票选择器》和《新股票趋势探测器》中列举的所有规则和例子，并研究我在这本《华尔街45年》中总结的12条和24条规则。这些规则都是金玉良言，如果你仔细研究，必能从中获益。请记住，你不可能一劳永逸。因此，你应永远准备学习新的东西；永远不要有已经通晓一切的固执想法。如果这样，你就不会取得任何进步，时间和环境在变，你应当学会随之改变。人的本性不会变，这就是历史一再重复，以及股市在某些条件下年复一年，和在不同时间循环下运行极为相似的原因。

规则1：研判趋势

研判道琼斯30种工业股平均指数、15种公用事业股平均指数或其他任何你要交易的股票群的平均指数，然后在股票群中挑选你要买卖的股票，并观察它的趋向指标是否与平均指数的一致。你应当使用平均指数的3日图，以及本书后面说明的平均指数9点转向图，并应用所有决定正确买卖时机的规则。

规则2：在单底、双底和三重底买入

在双底和三重底，或接近前一个底、顶或阻力位的单底买入。请记住这条规则：当市场穿过前面的头并反抽，或略为跃破时，那些本来是卖点的头或顶就成了底、支撑线或买点。在单顶、双顶或三重顶处卖出，还要记住，当以前的顶被突破若干个点后，市场再次反弹达到或接近这个位置时，就形成了一个卖点。你在做完一笔交易后，应当决定一个适当和安全的位置设置止损单，并立刻将其交给你的经纪人。如果你不知道在哪设置止损单，那么就不要交易。

不要忽视这一事实，即平均指数或个股第四次到达同一价格水平时，不是一个安全的卖点，因为它们几乎总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是要向上突破。将这条规则反过来用在底部也一样。

当股票第四次跌到同一水平时，它几乎总是要破位并继续下跌。

双头和双底的意义

平均指数的双头可以有3至5个点的范围。然而，除了在极端情况下，大多数双头在1至2个点的范围内形成。双底的形成也是一样。如果几年前在相同的位置附近已经有过一个底，那么平均指数可能会跌破前一个底4至5个点，但这并不表示指数会走低，而是在这里可能会形成一个双底或三重底。

个股通常会在2至3个点的范围内做双头，有时也会在1至2个点的范围内。双底的形成也是一样：它们在2至3个点的范围内做双底，有时这个范围会比前一个底低1至2个点。对个股的止损单应下在比双头或三重头高1至3个点的范围内，这取决于股票的价格有多高。止损单也应下在比双底或三重底低1至3个点的位置上。

当平均指数或个股第三次到达同一位置时会出现三重头或三重底。这通常是最安全买卖位置，因为市场离开三重头或三重底时会非常快。

规则3：按百分比买卖

在从任何高位下跌50%的位置买入，或在从任何低位反弹50%的位置卖出，只要这些下跌或反弹处于主要的趋势之中。正如利用平均指数的百分比那样，你可以利用个股的百分比判断阻力位和买卖点。你可以使用3%至5%，10%至12%，20%至25%，33%至37%，45%至50%，62%至67%，72%至78%，以及85%至87%这些百分比。其中最重要的阻力位是50%和100%，以及与100%成比例的部分。

规则4：按三周上涨或下跌买卖

当主要趋势向上时，可在牛市中在为期3周的调整或下跌后买入，因为这是大牛市的平均调整时间。在熊市中，如果你知道趋势向下，可在大约为期3周的反弹后卖出。

当市场上涨或下跌30天，甚至更长后，下一个需要留心头部和底部的时间周期大约是6至7周，这将是一个买卖点。当然不要忘记根据这些阻力位设置止损单，以保护投资。如果市场反弹或下跌45至49天以上，那么下一个时间周期大约是60至65天，这是熊市中反弹以及牛市中调整的最常见的平均时间。

规则5：市场分段运动

股市按三至四段，或三至四浪运动。如果市场刚向上运行了第一段，永远不要认为它已经到达了最终的头部，因为如果这是一个真正的牛市，它会在到达头部前至少运行三段，而且很可能是四段。

在熊市或下跌市道中，当市场刚走完第一跌或第一段时千万不要认为市场已到达底部，因为在熊市过去以前，它会运行三段。甚至可能是四段。

规则6：按5至7点运动买卖

在个股调整5至7个点时买卖。当市场里强势时，调整将是5至7个点，但最多不会超过9至10个点。通过研究工业股平均指数，你就会发现一次反弹或调整常常少于10个点。然而，对于一般的买卖位置，注意10至12个点的反弹或下跌非常重要。下一个需要密切注意的位置是，从任何重要的头部或底部开始的，18至21个点的上涨或下跌。平均指数的这种反作用常常表示一轮行情的结束。

何时了结获利——当你买入或放空股票后需要做的一件事是知道何时了结获利。请遵循这里所说的规则，而且不要在明确的转势出现前平仓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

规则 7：成交量

要结合时间周期研究纽约证券交易所的成文量，并研究本书后面“成交量”一章中的规则。按那一章中给出的规则研究个股的成交量，因为成交量有助于研判趋势何时反转。

规则 8：时间周期

在研判趋势中的变化时，时间因素和时间周期最为重要，因为时间可以使价格失去平衡，而且当时间到了时，成交量会放大并迫使价格走高或走低。

趋势变化的日期——股票市场指数和个股的趋势呈季节性的变化，这种趋势在不同的年份中不断变换，但是，了解重要的日期并仔细观察它们，你就可以通过应用其他所有的规则，迅速研判趋势中的某个变化。这些重要日期如下：

1 月 7 日至 10 日，以及 19 日至 24 日。这些是一年开始时最重要的日期，那些持续数周，有时甚至是数月的趋势，常常在这些日期附近出现变化。

2 月 3 日至 10 日，以及 20 日至 25 日。这些日期的重要性仅次于 1 月份的。

3 月 20 日至 27 日。小的转势出现在这个日期附近，有时也会有重要的顶部和底部。

4 月 7 日至 12 日，以及 20 日至 25 日。尽管不如 1 月和 2 月的日期那样重要，但是对于转势来说，4 月的后半部分常常是相当重要的时期。

5 月 3 日至 10 日，以及 21 日至 28 日。这个月发生的转势与 1 月和 2 月里的同等重要，以往许多重要的顶部和底部都比现在这些日子附近，并进而发生转势。

6 月 10 日至 15 日，以及 21 日至 27 日。这些日期附近会发生小的转势，而且在某些年份里，会出现极限最高点和极限最低点。例如截至撰写本书前出现的：1948 年 6 月 14 日的极限最高点，1949 年 6 月 14 日的极限最低点。

7 月 7 日至 10 日，以及 21 日至 27 日。这个月的重要性仅次于 1 月，因为它处在一年的当中，此时上市公司将派发红利，而且季节性的变化以及公司的状况会对股票趋势的变化产生影响。

8 月 5 日至 8 日，以及 14 日至 20 日。对于转势来说，这个月在某种程度上与 2 月同等重要。检查以往的记录，你就会发现重要的转势是如何出现在这些日子附近的。

9 月 3 日至 10 日，以及 21 日至 28 日。这些是一年中最重要的时期，尤其对于顶部或牛市的最后上升阶段而言，因为相比其他月份，最高点更多地出现在 9 月。某些小的转势，无论是上涨还是下跌，也在这些日期附近发生。

10 月 7 日至 14 日，以及 21 日至 30 日。这些时期相当重要，一些重要的转势在此出现。如果市场已经上涨或下跌了一段时间，这些日子就需要多加注意。

11 月 5 日至 10 日，以及 20 日至 30 日。对历史的研究证明，这些日期对转势非常重要。在选举年，转势常常发生在这个月初，而在其他年份里，最低价常常出现 20 日至 30 日之间。

12 月 3 日至 10 日，以及 15 日至 24 日。在一段长达数年的时期里，12 月的后半部分以及进入 1 月的时期，出现转势的百分比非常高。

参考 3 日图，那上面记载了出现极限最高点和极限最低点的确切日期，检查这些过去的日期，并在将来的月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

份中多加留心。

在寻找转势的日期时，请注意市场是否已经离开最高价或最低价 7 至 12 天，18 至 21 天，28 至 31 天，42 至 49 天，57 至 65 天，85 至 92 天，112 至 120 天，150 至 157 天，或 175 至 185 天。这些时间周期开始时的顶部和底部越重要，转势就越重要。

失去平衡的市场——平均指数或个股在上涨或下跌了相当长的一段时间后，就会失去平衡，而且这段时间越长，调整或反弹的力度就越大。如果某次下跌的时间比前一次的长，就意味着转势。如果股价比前一次下跌或调整时的点数多出许多，就意味着市场失去了平衡，而且转势即将发生。

这条规则反过来可以用于熊市。如果股票已经下跌了很长一段时间，那么当某个反弹的时间首次超过前一个的时候，就表明趋势正在改变，至少是暂时地改变。如果股价反弹首次超过前一次的幅度，就意味着空间运动或价格运动失去了平衡，而且转势已经开始。时间的变化比价格的反转更加重要。当这些反转出现时，你可以应用所有的规则来验证转势是否必然发生。

当市场正在接近一段长期上涨或下跌的终点，而且到达第三段或第四段时，相比前一段的市场运动，价格涨幅会减小，运动时间也会缩短。这是转势即将出现的信号。在熊市或下跌的市场中，相比前一段的市场运动，如果股份下跌的点数减小，运动时间缩短，就意味着时间循环即将结束。

规则 9：在高低点上及时买入

在市场的高低点依次及时买入，因为这表明主要的趋势向上。在市场的高低点依次及时卖出，因为这表明主要的趋势向下。时间周期永远是重要的。请注意以前的头部至头部的时间长度，和以前的底部至底部的时间长度。而且还要注意市场从最低点至最高点的运动时间，以及从最高点至最低点的运动时间。

高低价月线图——当市场运动缓慢而且波幅狭窄时，尤其是对于低价段而言，你所要做的就是坚持绘制高低价月线图；当股价开始活跃时，你可以开始绘制高低价周线图，而对于在高位运行的股票，则应绘制高低价日线图，但要记住，作为一种趋势指标，3 日转向图远比高低价日线重要。

规则 10：牛市中趋势的变化

趋势的反转往往恰好出现在节日附近。下面的日期很重要。1 月 3 日、5 月 30 日、7 月 4 日、9 月初、劳动日后、10 月 10 日至 14 日、选举年的 11 月 3 日至 8 日，以及 11 月 25 日至 30 日、感恩节和 12 月 24 日至 28 日。在确切的转势形成前，最后的那段时期可能会延伸至 1 月初。

当平均指数或个股的价格突破 9 点转向图中的前一个最低点，或 3 日转向图中前一个最低点，就表明趋势正在改变，至少是暂时地改变。

熊市：在一个下跌市场中，如果股价在 9 点图上超过前一个反弹的最高点，或在 3 日图上超过前一个反弹的最高点，就是趋势变化的第一个信号。当股价在高位运行时，常常出现几次上下振荡；所以，当市场突破前一次振荡的最低点时，就表明趋势变化或反转。在低位，股价常常跌势减缓，并会在一个狭小的交易区间内运行一段时间，但如果它们穿过前一次反弹的最高点，那么对于趋势变化就十分重要。

永远仔细检查，看看市场是否正好离任何极限最高价或极限最低价相距 1、2、3、4 或 5 年。回顾过去，看看市场离任何极限最底价的时间跨度是否是 15、22、34、42、48 或 49 个月，因为这些是监视趋势变化的重要时间周期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

规则 11：最安全的买卖点

在确定的转势形成之后买股票总是最安全的。股票筑底后会有一波反弹，然后出现次级调整，并在一个更高的底部获得支撑。如果它开始上涨，而且冲破第一次反弹的头部，就形成了最安全的买点，因为市场已经给出了升势的信号。止损单可以挂在第二个底的下方。

最安全的卖点——市场在经过长期的上涨，创出最后一个高价，并有了第一次快速垂直下跌后，会反弹并形成第二个顶部，这个顶部的高度较低，随后市场从这个顶部开始下跌，并跌穿第一次下跌时的最低点，这是一个相对安全的卖点，因为它给出了主要趋势已经调头向下的信号。

2 日回调和 2 日反弹：在活跃的市场中这是最重要的时间周期。回调仅仅持续两天，而且不会在第三天继续下跌。在发生任何转势的迹象前，这种情况会出现许多次。如果个股或平均指数仅回调两天，就说明多头的气势很强。你会在 3 日图中找到这些 2 日运动。在一个活跃而且下跌迅速的市场中，反弹常常陡直而且迅速，仅持续两天。研究 3 日图，你就会在 1929 年的股市，和 1930 至 1931 年大熊市中，发现许多这样的反弹。

要记住，只要趋势向上，股份永远不会高得不能买，而只要趋势向下，股价也永远不会低得不能抛。但是，请不要忽略这个事实，即必须永远用止损单保护你的投资。永远顺势而为，而不是逆势而行。在强势中买股，在弱势中卖股。

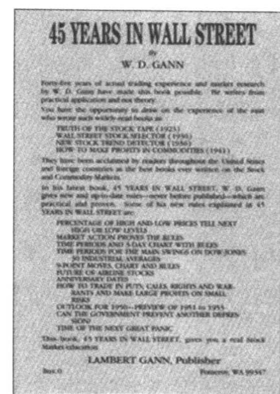
规则 12：快速运动中的利润

当市场非常活跃，而且上涨下跌十分迅速时，它们平均每个日历日运动 1 点。当平均指数或个股每天运动 2 点或 2 点以上时，就说明它已远离正常的轨道，不可能持续长久。在牛市里，这种运动会出现在短期和迅速的回调或下跌中。在熊市里，当趋势向下时，这些迅速的反弹会在一个很短的时期中调整价位。

我要给你加深这样一个强烈的印象，如果你希望在股票市场上取得成功，你就必须花大量的时间进行学习，因为你花的时间越多，得到的知识也就越多，今后获得的利润也就越多。对这些规则长达 45 年的探索与实践，已经向我证明你成功的必要条件是什么。我已经给了你有效的规则，下面就看你的了，你必须学习这些规则，适时运用，并付诸实施。

资本的安全

你首先应当考虑的是保护你的资本，以及尽可能安全地进行交易。只有一条安全稳妥的规则，愿意遵守它而且永不偏离的人，可以永保他的资金，并在每年的年末取得位居前列的增长。这条规则就是将你的资金分成十等份，而且不在任何一次交易中，拿超过你资本的十分之一或百分之十去冒险。如果你从 1000 美元起步，那么你的第一笔交易就不应超过 100 美元，而且限制损失的方法就是下止损单。有 10 股股票，损失 3 个点或 30 美元，比有 100 股股票，损失 300 美元要好很多。只要有资本可供操作，你总能发现新的获利机会。一开始就冒巨大的风险，会使你的资本处在危险之中，而且有损你的判断力。按这条规则进行交易，即使有损失，也不会使你心神不安。



《华尔街 45 年》
英文版封面

止损单

我认为我不必再重复提及使用止损单的好处，因为它是保护投资者和交易商的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

唯一的安全阀。投资者或交易商会设置止损单，而且十次中有一次止损单的委托价格会正好在顶部或底部。从此以后，他总是记着这件事，并说："如果我设置止损单，股价会正好下跌到委托价，或正好上升到委托价，随后市场就会朝另一个方向行进。"所以，下次他就不再用止损单。他的经纪人常常告诉他，止损单总能成交。这个交易者忘记了，十有八九止损单是正确的，而且本可以在市场与他的期望背道而驰时，使他脱身，避免更大的损失。如果哪次止损单让你错误地离场，那么下面的九次它就会发挥作用，让你正确地脱身。因此不要忘记设置止损单。

转变观念

智者会转变观念；而愚者不会。智者会先调查然后再做决定，而愚者仅仅是做决定。在华尔街，不转变观念的人很快就会头脑僵化。一旦你决定进行一笔交易而且有确定的理由，就不要无缘无故地改变。我所指的最重要的事是，在市场与你判断背道而驰时更改或取消止损单。进行一笔交易后，你首先要做的是设置止损单，它可用来自我保护。一旦你下了止损单，就完成了一项聪明的举措和正确的判断。从这个决定中转变观念是愚蠢的，撤销你已经设置的止损单，并非基于正确的判断而是因为希望，但在华尔街，希望只会导致损失。一旦你设置了止损单，而且不撤销，那么十有八九，事实将证明它是一种最佳结果，坚持这条规则的人将获得成功。我再次重申，如果你不能遵循某种规则，就不要开始投机，因为你将血本无归，你必须遵守而且永不偏离的规则之一就是在交易的同时设置止损单而且不撤销。

过度交易

历史一再重演，这是由于人性的弱点。迅速致富的贪欲已使大多数人付出了难以计算的代价。每一个有经验的交易者都知道，过度交易是他最大的弱点，但他对此放任自流，最终倾家荡产。在交易中，必须有一个治愈这种最大弱点的处方，这就是止损单。我们必须战胜这个弱点，而止损单是对付过度交易的良方。

保护盈利

保护盈利与保护你的资本同等重要。一旦你在某个交易中获得盈利，就不能让它化为乌有，变成损失。这条规则有一些例外，而且利润的大小应当决定在何处设置止损单。下回我给出了在一般情况下可以采用的最安全的规则。一旦某个股票朝对你有利的方向运动了 3 点，就按你看到的价格设置止损单，即使这个价格已经有了。对于交易活跃、价格高起的股票，你可以等到它有 4 至 5 点的利润时，再将止损单改在市场一旦反转而你正好打平手的地方。这样，你就可以将风险减至最小，将获利的可能性增至最大。只要股票朝对你有利方向的运动，就用止损单步步跟随，这可以保护并增加你的利润。

何时入市

知道何时买卖是非常重要的，而且你必须有某种规则或信号，作为你设置买卖单的时间依据。当你认为市场正在接近底部或顶部，那么你会发现在百分之七十的情况下自己是错的。重要的并不是市场今天会怎么走，或者你认为市场该怎么走，而恰恰是日后你期待获利时市场趋势的迹象是什么。

当一只股票到达低位或高位时，如果你想建仓，就应等到趋势已经向上或向下的信号出现。有时，你会因等待而错过底部或顶部，但观望可以使你保存资金，直至你有理由相信你是顺势而为，而非逆水行舟。

你必须牢记的重要事情之一是，你不是要获得多大的利润，或造成多大的损失。你必须撇开钱的问题。你的目标必须是与市场保持一致。顺应市场的趋势。花全部的时间研究市场的正确趋势。不要考虑利润。如果你与市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



场保持一致，利润自会滚滚而来。如果你看错了趋势，那么就得使用古老而可靠的保护伞——一份止损单。

买卖太早或太迟

投资者常常过早地离场，因为他们已经持有股票很长时间了，他们等待着股票交投活跃，价格上涨，然后在股价第一次上升至新的空间时匆忙卖出，这是一个错误。看看阿奇逊公司、美国电报电话公司和纽约中央公司的转向图。

还有一类投资者，总是离场太迟，因为当大涨势来临时，他捂着股票，希望股价能创出新高。但股价永远不会到达他希望卖出的价值。然后，股价的第一次快速下跌出现了，此时，他决定如果股票再次反弹至前一个高点，他就出货。结果，股票确实反弹了，但没有到达前一个高点，随后便调头下滑，创出新低，此时，他再次在脑海中固定了一个他愿意卖出的价格，但这仅仅是一个“希望”的价位，然后，他看着股票一跌再跌，最终他在股票已经从顶部跌了一大段后才清仓出货。你永远应当等到看出趋势发生变化时再抛售股票，但是，一旦你确实看出趋势已经改变，就应毫不迟疑地出货。对于这种交易者的最好规则就是使用止损单，即使委托价与现在尚有 10 至 20 点的距离。

延误带来危险

在华尔街，是行动，而不是延误才能产生利润。希望毫无用处，因为那不能赢得游戏的胜利。凭希望赌博的人总要破产。你必须停止希望，开始思考。而且，当你开始思考以后，除非是在正确的时间行动，否则深思熟虑也起不了作用。知道什么时候行动，但又不动手，于事无补。延误总是危险的。在市场中，你希望或延误行动的时间越长，做出的判断就越糟，犯错误的可能性就越大。反应迟钝是死亡，是毁灭。行动才是生命。看对行情也好，看错行情也好，只要不付诸行动，就不能为你保本，或帮你赚钱。记住，延误总是危险的。立即采取行动，比相信一个不确定的时间要好得多。你不应在忧心忡忡或意气消沉的时候进行交易。当你身心不适时，你的判断总会出错。成功投机者的规则之一就是应当保持身心健康，因为健康就是财富。

何时加码

加码有两种方法。一种是在市场突破进入新的价格区域，或创出新高，或创出新低的时候立即加码买进或卖出。在快速运动的市场中，当市场运动对你有利时。你可以在每上涨或下跌 3、5 或 10 个点时继续买入或卖出，所有这些都取决于你交易的股票或加码的方法。我的方法是判断调整的位置，以及股票已经从短期的顶部调整了多少点，或从短期的底部反弹了多少点。找出这些调整是否已经运动了 3、5、7、10 或 12 个点；然后你就可以在从顶部开始的调整中第一、第二、第三或第四次加码买进或卖出，这要根据过去的调整幅度等待 3、5 或 10 个点。在熊市中这条规则反过来也适用。如果你从 1924 年至 1929 年在通用汽车这只股票上遵循这条规则，你就会发现你的加码比相隔许多点买进或卖出要安全。

我的时间规则是测定第一次重要调整的时间，这条规则会在你加码时有所帮助。例如，通用汽车从 1924 年开始上涨时仅调整了 3 周，所以每次当它从任何顶部调整 2 至 3 周时买入较为可靠，直至它形成最终的顶部而且主要趋势发生反转。测定调整的时间并计算出来，这种方法可以大幅提高你的利润，使你紧跟股票的主要趋势，有时甚至长达数年，而且你常常可以获得 100 至 200 点的利润。就像其他规则那样，这条时间规则对成交活跃。价格高起的股票尤其有效，因此应将它应用于活跃的市场中。

无论你使用哪种加码方法，应当永远设置止损单，因为你必须保护你的利润。你获得的利润越多，可以承受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的市场波动空间就越大，可以容忍的占场反向运动或调整空间也越大，也就是你可以让止损单的价位远离目前的市场价，这样一次自然的调整不会干扰你加码。比如，假设你已经抓住了一只上涨的股票，而且相对你最初的仓位已有了100点的利润。如果这只股票以前曾经回调过20点，那么它就可能在不影响主要趋势的情况下再次回调20点。所以，你的止损价值可以低于市价20个点，因为，即使止损单成交，你也不会损失任何资本，而只是一部分账面利润，但在加码的早期阶段，你的止损单可能必须紧贴市价，以保护你的初始资本。

期待多大的盈利

大多数交易者期待从投资买卖中获得暴利。他们从不停下来算算，如果在10至20年的时期中，每年获得25%的收益，意味着什么。从1000美元起步，每年获利25%，10年下来就是9313.27美元。10000美元按25%的年速率增长10年就是93132.70美元。可见，如果一个人操作稳健而又不贪图暴利，那么在一段时期里积累一笔财富还是容易的。许多年来华尔街的交易者都抱着在一周或一个月内将资本翻倍的念头。这是做不到的。市场的确存在一些天赐良机，此时你可以在一天、一周或一个月内赚到一大笔钱，但是一旦你抓住了这样的机会，赚个盆钵满溢，也不必因此想入非非，臆想永远获得如此大幅的利润。要记住，市场在大多数时候是正常运动的。因此，在大多数时候你不可能获得超常的利润。许多交易者在买卖一只股票时从不考虑他们获利机会有多大，也从不考虑损失的可能性。这应当成为你的规则之一：当你认为不可能获得3至5个点的利润时，就不要买卖股票，除非你的止损单仅有1至2个点。一般来说，不值得为了获得可能3至5个点的利润，而冒损失3至5个点的风险。当你有机会，至少是利润大于损失的指望时，再进行交易。当你仅认为可以获利3至5个点时就不要入市，因为你可能判断失误，遭受这样大的，甚至更大的损失。最好是等到股票以某种方式穿越阻力位，而且进入了产生更大利润和更久涨势的地方。跑差价的人赚不了钱；而只能获得蝇头小利。要记住，要想获得成功，你的利润就必须永远大于损失，而且你的规则必须是减小损失，累积利润。

如何回应追加保证金的通知

你做了一笔交易，并同时存入了相应的保证金，但后来股票朝着对你不利的方向运行，而且经纪人要求追加保证金，在大多数情况下，你要做的不是存入更多的保证金，而是按市价卖出，或回补你的空头仓位。如果你要存入更多的保证金，那么就在你的判断力好些的时候，把它用在新的或是有更好理由的交易上。十有八九，当一个交易者第一次存入保证金后，他会死守股票，直至接到第二个甚至第三个追加保证金的通知，而且只要他还有钱就不断追加，结果在一笔交易中损失了他所有的资本。如果经纪人不得不通知你追加保证金，那么一定是有什么不对头的地方，你最好还是清仓离场。

联合账户

只要你可以避免，就不要开联合账户，或与他人合伙交易。当两个人共同拥有一个账户时，他们可能会在正确的时间买入股票，或是在正确的时间卖空，甚至建仓的时机都是正确的，但接着麻烦就来了——在平仓时，他们很少能因获利而在时间和价格上取得一致。结果是他们在平仓时犯下错误。一个人捂住股票，因为另一个人不想退出，但是市场发生了反转，原先的交易变得对他们不利；此时，他们继续持仓，希望着获利，最终在一个以共同赢利开始的交易上受挫。让一个头脑在股市中操作并保持正确已属不易，让两个头脑保持一致并在股市中共同操作则是难上加难。两人共同取得成功的唯一途径是让一个人负责买进和放空，而另一个人专门负责下止损单。当他们犯错误的时候，止损单可以对他们两人都起到保护作用。让一个人和他的妻子开设联合账户是个坏主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

意。出入市的行动应由一个人负责，这个人必须学习在一个投资买卖中如何行动，以及如何迅速地行动，而且在投机买卖中不受合伙人的影响。

交易者不愿知道什么

普通的投资者不愿听到痛苦的事实。他们需要那些迎合他们希望的东西。当他们买入一只股票后，就相信所有的消息、传闻、评论和谎言都在支撑股票上涨，但如果给他看对这只股票不利的报告，或是让人告诉他对他已经买进的股票的不利消息，他就会充耳不闻。但是，只有事实才能帮助他，他也必须相信事实，而不是那些他可以构筑希望，并在后来带来损失的东西。一个交易者在犯了一次错误后会说，"下次我不会再犯同样的错误"，但他还是重蹈覆辙，这就是为什么我们经常在华尔街看到老羊让羔羊钻同样的胡同，步其后尘的原因。在华尔街，人们很少谈论损失这一真正的内幕。交易者无论大小，总是在把他们的利润挂在嘴上，夸大他们的成功交易，而绝口不谈他们的损失。因此，当无知的羔羊初来华尔街时，总被弄得相信在这里只可能产生利润，而不是故事的另一面，即在华尔街曾蒙受多少损失，而这才能真正帮助他，防止他犯下同样的错误。新来的羔羊应当知道，在华尔街没有设置止损单和过度交易已经是造成 90%以上的失败的原因。因此，为了取得成功，他必须采用一种战胜已经导致他人破产的弱点的方法。

人的因素——最大的弱点

交易者赚钱的时候，会褒奖自己，认为自己的判断是正确的，而且全凭自己的本事。而当他赔钱的时候，就会采取一种截然不同的态度，他很少会责怪自己，或是从自己身上找出失败的原因。他会找借口，安慰自己为发生了意外，再就是如果他没有听信别人的建议，本该是可以赚钱的。他会找出许多"如果"、"而且"和"但是"，而且认为这都不是他的过错。这是为什么他会再次犯错误并招致损失的原因。

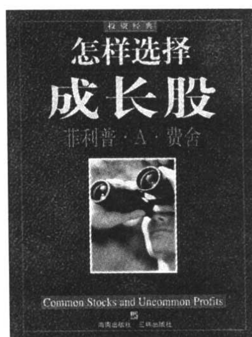
投资者和交易者必须设法自救，并从自己而不是他人的身上寻找损失的原因，因为他如果不这样做，就永远不会克服自身的弱点。毕竟，是你自己的行动造成了你的损失，因为是你在进行的买卖。你必须寻找内在的原因，并加以改正。这样，你才会取得成功，而且别无他路。

交易者造成损失的主要原因之一是，他们从不自己思考，而是让别人替他们思考，或是听从别人的建议，而这些人的建议或判断并不比他们自己的好。要获得成功，你就必须自己进行调查研究。除非你从一只"羊羔"变成一名思想者，并渴求知识，否则你会重蹈所有那些羊羔的覆辙——在保证金催缴者的利斧下割肉。只有在你帮助自己的时候，别人才能帮助你，或是告诉你如何帮助自己。

我能给你世上最好的规则，以及研判股票位置的最佳方法. 但你还是会因为人的因素，也就是你最大的弱点，而输掉账户上的钱。你没能遵守规则。你凭希望和恐惧，而不是事实行事。你犹豫迟疑。你失去耐心。你仓促行动。你延误时机。

你因此用人性的弱点欺骗自己，然后将损失归咎于市场。永远记住，是你自己的过错，而不是市场的行为，或市场操纵者的行为导致了你的损失，因此，你要努力遵守规则，或避免注定使你失败的投机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《怎样选择成长股》

【美国】菲利普·A·费舍（1908～2004）

研究我自己和别人的投资记录之后，两件重要的事促成本书完成。其中之一我在其他地方提过几次，也就是投资想赚大钱，必须有耐性。换句话说，预测股价会到达什么水准，往往比预测多久才会到达那种水准容易。另一件是股票市场本质上具有欺骗投资人的特性。跟随其他每个人当时在做的事去做，或者自己内心不可抗拒的呐喊去做，事后往往证明是错的。

这些年来，我发现自己必须不厌其详地向个人所管理的基金投资人，解释我采取的某种行动背后的原则：只有如此，他们才能了解何以我要买一些他们完全没听过的证券，因此不致一时冲动弃基金而去，好让我有充裕的时间让它在市场的报价上开始证明买得有理。

慢慢的，我兴起了一个念头，想把这些投资原则汇集成篇，印成文字，留下记录，以便查考。于是我开始摸索这本书的组织架构。接下来我想到许多人，其中大部分都买了基金，但规模远不如我，只属于少数人的基金。.这些年来，他们来找我，问到身为小额投资人的他们，如何踏出正确的一步。

我想到无数小额投资人处境之艰难，因为他们无意中吸收了各式各样的想法和投资观念，但多年下来，已证明代价太过昂贵，可能的原因是他们从来没有面对更根本性的观念挑战。最后我想到和另一群人的许多对话，他们对这些事情也很感兴趣，只是出发点不同。他们是股票公开发行公司的总裁、财务副总裁、出纳员，许多人渴望尽可能了解这些事情。

——引自《怎样选择成长股》



从投资 100 美元起家，至今巴菲特已创造了上百亿美元的财富。在谈及自己的投资经验时，巴菲特声称本杰明·格拉厄姆和菲利普·A·费舍这两位智者给了他很大帮助。如果说格拉厄姆给予巴菲特投资的是思考基础、安全边际，并协助巴菲特学习掌握他的情绪，以便于在市价的涨落中获利；而费舍则给予巴菲特最新的可行的方法学，使他能够判定出好的长期投资。

菲利普·A·费舍是华尔街极受尊重和推崇的投资专家之一。他 1928 年毕业于斯坦福大学商学院，旋即进入旧金山国安盎格鲁国民银行投资银行部充当证券分析师，开始了他的投资生涯。1931 年他年仅 23 岁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时，就创立了费舍公司，主要从事投资顾问咨询方面的业务，从此费舍走上了一条投资大师的传奇之路，被视为现代投资理论的开路先锋之一。在此后几十年的投资生涯中，费舍成功地发掘出并长期持有了摩托罗拉、德州仪器等大型的超级成长股，不仅使自己获得了巨大的财富，也为其在专业人士的圈子里面赢得了显赫的名声。

作为一名一流的投资大师，费舍显得异常低调，几乎从不接受各种访问，以至于在一般投资者中并不知名，但是1959年他的名著《怎样选择成长股》一经出版，立时成为广大投资者必备的教科书，该书随即成为《纽约时报》有史以来登上畅销书排行榜的第一部投资方面的著作。“成长股”这一概念也随着该书的畅销而成为投资者耳熟能详的名词，追寻“成长股”的“成长型投资”更是自此成为了美国股市多年以来的主流投资理念之一。

菲利普·A·费舍的投资哲学虽然已经提出数十年了，即使在今天，《怎样选择成长股》一书也不仅只有金融专业人士在详加研读并付诸实践，而且还有许多人将其奉为投资理财方面的经典之作。





菲利普·A·费舍的著作是影响沃伦·巴菲特最深远的投资学巨著。他认为每位投资人至少要读20遍以上，才能真正了解投资的真谛。投资就是在经过完整的分析研究之后，认为可以确保本金的安全，并能得到令人满意的报酬。不符合这些要求的操作便是在投机。运用费舍《怎样选择成长股》一书中介绍的技巧，可以彻底了解股票投资这一行，有助于一个人作出聪明的投资抉择。

在《怎样选择成长股》里，费舍对有关成长股的标准、如何寻找成长股、怎样把握时机获利等一系列重要问题进行了全面而详尽的阐述。

费舍总结了成长股的15个特征：这家公司的产品或服务有没有充分的市场潜力，至少几年内营业额能否大幅成长；为进一步提高总体销售水平，发现新的产品增长点，管理层是不是决心继续开发新产品或新工艺；和公司的规模相比，这家公司的研发努力有多大效果；这家公司有没有高人一等的销售组织；这家公司的利润率高不高；这家公司做了什么事，以维持或改善利润率；这家公司的劳资和人事关系是不是很好；这家公司的高级主管之间关系很好吗；公司管理阶层的深度够吗；这家公司的成本分析和会计记录做得如何；是不是在所处领域有独到之处，它能否为投资者提供重要线索，以了解此公司相对于竞争者，是不是很突出；这家公司有没有短期或长期的盈余展望；在可预见的未来，这家公司是否会大量发行股票，获取足够的资金，以利公司发展，现有持股人的利益是否因预期中的成长而大幅受损；管理阶层是不是只向投资人报喜不报忧，诸事顺畅时口沫横飞，有问题时或叫人失望的事情发生时，则三缄其口；这家公司管理阶层的诚信正直态度是否毋庸置疑。

对这些要点了然于胸之后，如何从上千家公司中选出若干家符合上述标准的呢？对此，费舍的经验就是首先求助于富有经验的投资专家，但是专家提供的线索总的来说仍然只是原始资料，而要从其中迅速筛选出若干家值得进一步研究的公司，则主要靠经验了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

心中有了被选对象的大致范围之后，费舍就开始了他称之为“闲聊”的过程，寻找尽可能多的信息来源，不断丰富自己对所研究的公司的认识。费舍认为“闲聊”对象主要应该是该公司的竞争对手、供应商和客户、大学和政府的科学家、行业协会的成员以及公司以前的员工等。

费舍坚持主张只有从侧面了解到有关于一家公司至少50%以上的信息之后，才可以去拜访目标公司的管理阶层，否则就是一种极其危险的状态，因为投资人对目标公司没有足够多的了解，极容易被公司的管理人员所误导；此外，也根本无从判断最基本的要点之一——高管人员本身的能力。

费舍非常反对那种只凭几张财务报表和研究报告就匆忙下结论的做法，他讥讽道：“一个人如果一个星期只花一个晚上躺在舒适的扶手椅里浏览一些经济商免费报告，便获得很高的利润，你觉得说得过去吗?”

从《怎样选择成长股》一书中，我们可以知道，费舍投资哲学的核心就在于找到现在被市场忽视，但是未来几年内每股盈余将有大幅度成长的少数股票；进一步地，想要获得可能获得的最高收益，就应该仔细考虑买卖时机问题。费舍对此有独到的见解，对于传统的依据景气研究以及对未来的预测来决定是否买卖股票的做法，他持否定的态度。他明确提出：过分信任经济预测的可靠性，无异于拿自己的全部积蓄去冒险。

费舍认为，最佳买入点应该是在“盈余即将大幅度改善，但盈余增加的展望还没有推升该公司的股票价格时”，而抓住最佳买入点的基础就在于能够正确判断目标公司相对于整体经济会有什么样的表现。另外，由于市场的原因导致的股价大幅下跌也是买进优质股的好时机。

对于卖出持股，费舍认为只能基于三个理由：首先是原始买进时就犯下了错误；其次是公司出现了重大问题，管理出现退步，或者是增长潜力消耗殆尽，难于继续拥有突出的表现；第三个理由是投资者又发现了比手中持有的股票更优秀的品种。费舍认为最后一种情况非常罕见，而且随时准备更换持股组合的风险其实很大。



菲利普·A·费舍的投资10要点

1. 投资想赚大钱，必须有耐心。换句话说，预测股价会达到什么水准，往往比预测多久才会到达那种水准容易。

2. 股票市场本质上具有欺骗投资人的特性。跟随他人当时在做的事去做，或者依据自己内心不可抗拒的呐喊去做，事后往往证明是错的。

3. 不要过度强调分散投资。买进一家公司的股票时，如果对那家公司没有充分的了解，可能比分散投资做得不够充分还危险。

4. 在股票市场，强健的神经系统比聪明的头脑还重要。莎士比亚可能无意间总结了普通股投资成功的历程：“凡人经历狂风巨浪才有财富。”

5. 愚者和智者的主要差别在于，智者能从错误中学习，而愚者则不会。

6. 短期的价格波动本质上难以捉摸，不易预测，因此玩抢进杀出的游戏，不可能像长期抱牢正确的股票那样，一而再，再而三，获得庞大的利润。

7. 集中全力购买那些失宠的公司。

8. 抱牢股票直到：公司的性质从根本发生改变，或者公司成长到某个地步后，成长率不再能够高于整体经济。除非有例外的情形，否则不因经济或股市走向的预测而卖出持股，因为这方面的变动太难预测。绝对不要因为短期原因，就卖出最具魅力的持股。

9. 真正出色的公司，数量相当少。那样的股票往往无法以低廉的价格买到。因此，当遇到有利的价格出现时，应充分掌握时机和情势。资金应该集中在最有利的机会上。

10. 卓越的普通股管理，一个基本要素是不盲从当时的金融圈主流意见，也不应只为了反其道而行便排斥当时盛行的看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在本书中，费舍还指出投资人应注意的“四不”原则：不买处于创业阶段的公司。对于散户投资者而言，选择创业型股票投资，一定要看得准，最好等待创业公司度过创业期，进入成长期的时候再进行投资，回报率才较高。不要让年报迷惑自己。因为年报通常都是经过粉饰的。虽然它们是事实，但未必是事实的全部。投资者最好是全方位考察将要投资的公司，而不要只听信片面之词。不要以为一只股票的市盈率高，便表示该公司未来的盈利增长已反映在价格上。费舍告诫投资者，不要因为一只成长股的市价高而不敢投资。不要斤斤计较。费舍在书中举出了一个实例，有位绅士想以35美元的价格买入100股某只股票，但那只股票最低价仅至35.5美元，多年后，那只股票按复权后的价格计算，远高于500美元。

费舍《怎样选择成长股》一书，总结了他用特殊的选股技巧挑选股票的方法。根据费舍的建议，如果一生之中，能够找到二到三只具有成长性的股票，即可获得相当不错的投资报酬。



我从《怎样选择成长股》中学到什么



我花了约15年的时间，才了解《怎样选择成长股》一书在写些什么。第一次看这本书，实在不懂它到底在讲什么，那时我才8岁。我用了一个暑假才将它读完。里面有太多艰深的字眼———非查字典不可。不过，那是父亲写的书，我引以为荣。我在学校、左邻右舍听到，在当地报纸看到，晓得这本书大获好评，它应该是《纽约时报》有史以来，跻身畅销书排行榜的第一本投资著作，我有责任去看它，于是我看了。谁又能想到我后来会着手创立一家大型投资管理公司，自己写书，在《福布斯》杂志79年的历史中，我是第10位任职校长的专栏作家，10多年内撰写数百篇专栏，包括一年一度的“年度最佳”投资著作书评呢。是的，这可能得益于我8岁时看的第一本投资方面的书。

《怎样选择成长股》这本书令我正眼相看的那一年，是20岁大学快毕业时，父亲有个想法，希望我和他、哥哥一起工作。这件事让我有点举棋不定，我满怀焦虑，也不免怀疑，希望“验证一下”，看这份工作是不是好机会，于是我重读了《怎样选择成长股》。这一次，只有几个字看不懂。看了应留意一只股票的“15要点”后，我心里琢磨着，想知道能不能如法炮制，应用到一只地方性股票上。如果可以，便表示和父亲一起工作是有好处的。

运用《怎样选择成长股》一书中所说的“15要点”，等于在现实生活中，一而再，再而三，找人“闲聊”——目的是在这里研究某只股票，在那里研究另一只股票。它真的管用。我不打算在此重述早年的事业生涯中，它如何帮助我成功。我的确因为发现一些股票，事业才能突飞猛进，这些股票，只能靠“闲聊”和“15要点”找到。我可以大致研判一家公司能在这个世界的哪个地方取得一席之地，以及它会不会繁荣壮大，如果不能，可能的病因在哪里？个中窍门在于找人闲聊，而且和所有的窍门一样，得花时间去学习。能看出符合“15要点”的股票是门艺术。两者的差别，有如学习弹奏钢琴（窍门），然后编曲（艺术）。你可能不愿还没弹得很好就学作曲。几乎在任何领域中，你只能靠反复练习学得窍门，别无他法。你可以只管欣赏艺术，不一定要有能力创作艺术，或者在娴熟窍门之后，才摇身一变而成艺术家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我要说的是：闲聊法和“15要点”对成长型和价值型股票都管用。以第四点来说：对一家背后没有杰出自然销售动能的价值型公司来说，销售组织优于一般水准和顺风扬帆一样重要，甚至有过之而无不及。在第五点，谈高利润率，道理也是一样。比方说，在欠缺自然成长率的商品式企业中，市场占有率、相对生产成本和长期利润率的确全部紧密相依。管理得当可以提高市场占有率和降低相对生产成本，做法通常是引进改良式的生产技术（运用技术，而不是自行发展技术）。管理不善，将使利润率降低，最后消失。因此，在1976年，我发现了纽可公司，这是一家小型钢制品销售商——管理阶层优异、技术创新、生产成本较低、在小小的钢制品领域中市场占有率相对偏高，我从价值型投资的观点买它；家父也立即从成长型投资的观点买进纽可。我们运用的都是“15要点”。

不过，请不要以为《怎样选择成长股》一书只有“闲聊法”和“15要点”有用。我认为它们是珠宝，但书中也穿插了一些较小的散发着光芒和智慧的火花。比方说，1990年的时候，我专业操作股票已有18年历史，而且做得相当成功，我在《福布斯》杂志写专栏已6年。接着，萨达姆·侯赛因来了。随着战争的威胁日浓，投资人变得胆怯，市场惊惶不安。我钻研过历史，并写了两本金融史方面的书。历史经验告诉我要“买进”，但毕竟我没经历过那么多历史。一个周末，我翻阅《怎样选择成长股》一书第八章“投资人五不原则”和第九章“投资人另五不原则”，加深了我的决心。我晓得，战争恐惧必然是市场买进良机。除此以外，加上我自己的一些经济预测，1990年年底我发表的专栏鼓吹买进，时机恰到好处。在其他大部分人看空之际，我提出的买进时机正确，有助于稳固我在《福布斯》杂志的长期地位。

我认为，《怎样选择成长股》一书第二篇第六章谈摩托罗拉公司的部分，正是典型的菲利普·A·费舍的风格。菲利普·A·费舍在书中提到为什么那时人们不太喜欢的摩托罗拉，其实是家很棒的公司，这一部分很难读，也不容易看懂它真的是家优良公司。但是不妨看看后来的事实。这只股票的价格后来上涨为20倍。也就是21年内，1美元变成20美元；不计股利，年回报率超过15%——而且全部的钱放在一家安全、管理良好的公司，不用每年负担经纪商的进出手续费，也不用烦恼共同基金的营运费用比率，而且对信心坚定的人来说，不必伤什么脑筋。真的有人抱牢一只股票21年？我可以很肯定地告诉你，菲利浦·A·费舍就是这么做的，而且摩托罗拉是他个人持有最多的股票。这段期间内，标准普尔500种股价指数只涨7倍。菲利浦·A·费舍以前是，现在也是这样的人。找到他知之甚详的出色公司之后，抱牢很长时间，让股价大幅增值。《保守型投资人夜夜安枕》正是我所知最好的一篇论著，告诉我们如何买进并抱牢成长型股票，但不冒太大的风险。（肯内斯·L·费舍）



好书的力量

菲利普·A·费舍是美国股票投资大师，他写了一本著名的投资理论著作《怎样选择成长股》，该书出版后，受到广泛的好评，沃伦·巴菲特看完这本书，就去找费舍，见过面之后，费舍的理念使巴菲特折服。

这是一本什么样的好书，出版于20世纪50年代，至今仍令投资者着迷呢？事实上，老费舍的《怎样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

选择成长股》不仅培养了大批优秀的投资者，而且培养了他的儿子小费舍。儿子继承了父亲的衣钵，创立了一家大型投资管理公司，自己写书，写专栏文章。小费舍说，他的成就得益于在8岁时看的第一本投资方面的书——《怎样选择成长股》。

一本书改变了一个人的人生，巴菲特就是这样的例子。巴菲特在上大学时读了本杰明·格雷厄姆的经典之作《聪明的投资者》，深受影响，只身来到纽约，直接受教于格雷厄姆教授，那时巴菲特仅20岁。巴菲特懂得一个浅显的道理：要想成功就应该向最好的老师学习。数年之后，巴菲特再一次来到纽约，进入格雷厄姆-纽曼公司，与老师一起进行实际操作。他从老师身上学到了很多东西，其中最宝贵的东西是"理性"。巴菲特的成功，不仅与格雷厄姆有密切的关系，而且与菲利普·A·费舍也有重要的关系。他说，自己身上有85%像格雷厄姆，15%像费舍。如果说格雷厄姆给予巴菲特的是思想基础，那么费舍则给了巴菲特可行的方法学，两位精神父亲给巴菲特装上了一双翅膀，使他如虎添翼。是《聪明的投资者》和《怎样选择成长股》两本书帮他找到了使他走上成功之路的导师。

小费舍是他父亲的学生，但他跟父亲的投资理念一直不太相同。老费舍是成长型股票投资人，小费舍则是价值型股票投资人。两人可以说道不相同，老费舍想找的是能够成长的公司股票，而且以合理的价格买到后，几乎不卖出；小费舍要的是价格足够便宜的股票，且价值远超过它的价格。但两者又殊途同归，所运用的方法都是书中的方法——"闲聊法"和"15要点"法，因为这两种方法对成长型和价值型的股票都管用。

《怎样选择成长股》一书的最精华部分，就是"闲聊"，就是调研上市公司，并寻找优良普通股的15个要点，后来许多事例也证明了费舍的忠告和方法是有用的。不了解股票的价值，不了解上市公司的情况，盲目地买进卖出是国内投资者的通病，大部分中小散户如此，有些大户机构也如此。广大股民对咨询机构和投资机构的最普遍的看法是：前者是抬轿，后者是坐庄。坐庄、跟庄、战胜庄家这些概念被渲染成中国股市的主要特色，不能不说是一种遗憾。由此可见，正确的投资理念要深入人心还有很长的路要走。其实，做股票不是先学习买卖，而是要先学习如何选择股票，了解所投资的对象。费舍在《怎样选择成长股》一书中详细介绍了他的经验和方法，每个想在交易中稳操胜券的投资者，都应该认真地读几遍这本股市经典之作。（佚　名）



现代投资理论的开路先锋



菲利普·A·费舍是投资界的"巨人"，著名投资人沃伦·巴菲特曾说："从他那里，我学会了探求价值的方法：走出去与竞争对手、供应商和客户交谈，以便发现一个行业或公司的实际经营情况。"

菲利普·A·费舍出生于美国圣弗朗西斯科，他的父亲是一位医生，在儿子的成长教育方面付出了很多心血。费舍15岁进入大学，毕业之后又在斯坦福商学院念了一年研究生。在那里，他随一位做顾问的教授

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一起工作，他学会了分析公司的管理问题。

1928年，费舍毕业后的第一份工作是在圣弗朗西斯科一家银行做证券分析师，然后他又去了一家股票交易公司，只是1929年的大崩盘使他失去了工作。1931年他开办了自己的公司——费舍公司，当时的社会情况对他来说有两大帮助：在最萧条的时候，公司首脑们很少有事可做，所以都愿意和费舍谈谈他们的公司，另外，大多数潜在的客户对他们当时的顾问们相当不满，愿意寻找新的顾问。当费舍89岁时，他仍然管理着大量客户的资金。在费舍的投资生涯中，最成功的也最为后人所称道的就是1955年，在摩托罗拉还是一家默默无闻的小公司的时候，他就断然大量买入其股票并长期持有，在此后的20多年里，摩托罗拉迅速成长为全球性的超一流公司，该股也成长了20多倍。

费舍在1958年《如何寻找成长股》一书中写道："许多投资者，当然还有那些为他们提供咨询的人，从未意识到，购买自己不了解的公司的股票可能比没有充分多元化还要危险得多。"1999年的时候，费舍已是91岁高龄的老人，他仍不改初衷，常说："最优秀的股票是极为难寻的，如果容易，那岂不是每个人都可以拥有它们了？我知道我想购最好的股，不然我宁愿不买。"像所有伟大的投资家一样，费舍绝不轻举妄动，在他尽全力了解一家公司的过程中，他会亲自走一趟拜访此公司，如果他对所见所闻感兴趣，他会毫不犹豫地大量投资于此公司。

费舍于2004年3月去世，享年96岁。



第一章　过去提供的线索

原著精选

你在银行存了点钱，现在想买些普通股。会有这个决定，可能是因为你希望以别的方式运用这笔钱，多一点收人，也可能因为你想和美国这个国家一起成长。你也许想起亨利·福特创立的福特汽车公司，或安德鲁·梅隆创办的美国铝业公司，想象自己能不能也找到一些年轻公司，可能今天就为你奠下雄厚财富的基础。你也有可能害怕甚于期待，希望攒些老本，以备不时之需。因此，听过愈来愈多有关通货膨胀的事情之后，你渴望找到既安全，又能防止购买力减退的某种东西。

或许你真正的动机，是许多这类事情的综合体，原因是你晓得某位邻居在市场赚了一些钱，也有可能是你接到一份宣传邮件，说明为什么中西全麦面包公司的股票现在很便宜。但是，背后基本的动机只有一个。不管基于什么样的理由，或者用什么样的方法，你买股票是为了获取利润。

所以说，似乎有个合乎逻辑的做法，也就是想到买股票之前，第一步是看看过去以什么方法最能赚到钱。即使随意浏览美国的股票市场史，也可以看出人们使用两种很不相同的方法，累聚可观的财富。19世纪和20世纪上半叶，许多巨额财富和不少小额财富，主要是靠预测企业景气周期而赚到的。在银行体系不稳，导致景气荣枯循环相生的期间，景气坏时买进股票，景气好时卖出，则投资增值的可能性很高。和金融界有良好关系的人会占上风，因为金融界可能事先晓得银行体系何时会呈现紧张状态。

但应了解的最重要事实，或许在于1913年联邦储备系统建立后，那种股市时代已经结束，并于罗斯福总统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

任内初期通过证券交易管理法后，成了历史，使用另一种方法的人，赚了远比以往多的钱，承担的风险远低于从前。即使早年，找到真正杰出的公司，抱牢它们的股票，度过市场的波动起伏，不为所动，也远比买低卖高的做法赚得多，而且赚到钱的人数还多于往日。

如果这段话令你惊异，那么，扩大而言可能更难叫人相信。但它能提供一把钥匙，打开投资成功的第一道大门。今天美国各证券交易所挂牌交易的股票，不是只有几家公司，而是很多公司。50 年前，投资 10000 美元，今天有可能成长为 250000 美元或此数的几倍之多。换句话说，大部分投资人终其一生，依靠有限的几只股票，长时间的持有，就为自己或子女奠下成为巨富的基础。这些机会存在的地方，不见得必须在大恐慌底部的特定一天买股票。这些公司的股票价格年复一年都能让人赚到很高的利润。投资人需要具备的能力，是区分提供绝佳投资机会的少数公司，以及为数远多于此，但未来只能略为成功的或彻底失败的公司。

今天是不是有这样的投资机会，未来几年能给我们等量齐观的获利率？这个问题的答案值得注意。如果答案是肯定的，则投资股票为致富之道便不言可喻。幸好，有充分的证据显示，今天的机会不只和本世纪初相当，而且远优于当年。

个中理由之一，在于这段期间内，企业管理的基本观念有所变化，处理企业事务的方法也随之更动。一个世代以前，大公司的负责人通常是拥有公司的家族成员。他们视公司为私人财物。外部股东的利益多遭忽视。他们如考虑到经营管理延续性的问题——也就是，训练年轻人接替年迈无法做事的老人——主要动机一定是为儿子或侄儿着想，要他们继承掌舵者的职位。管理阶层很少想到进用贤才，以保护一般持股人的投资。在个人独裁主宰一切的那个时代，管理阶层往往抗拒创新或改善，甚至不顾倾听建议或批评。这与今天企业界不断竞相寻找各种方法，把事情做得更完美的现象大相径庭。今天的企业高级主管往往持续自我分析，而且马不停蹄地找寻改善方法，同时经常跨出本身的组织，求教于各方面的专家，以求金玉良言。

以前的日子中，总是存在一个很大的危险，也就是当时最吸引人的公司，不会继续在它的领域保持领先地位，或者内部人会攫取所有的利益。今天，这样的投资危险虽没有完全消除，小心谨慎的投资人所冒风险远低于以往。

企业管理阶层的一个变化值得留意。企业的研究所和工程实验室不断成长——企业管理阶层如果不勤于学习，那就对持股人没有好处；反之，研究发展可以成为一种工具，开启黄金收获大门，让持股人的利润节节上升。即使今天，许多投资人也只是略微晓得这方面的发展变得多快，以及对基本投资政策的冲击。

20 年代末，只有约六家制造业公司有像样的研究组织。以今天的标准来说，它们的规模很小。直到希特勒加速这方面的活动用在军事上，出于一种恐惧，工业研究才真正开始成长。

此后不断成长。1956 年春《商业周刊》发表一份报告，以及许多像麦格罗·希尔公司这样的专业刊物指出，1953 年民间企业研究发展支出约 37 亿美元，1956 年成长为 55 亿美元，而依目前的企业经营计划，1959 年将有 63 亿美元以上。同样叫人称奇的是，调查指出，到 1959 年，也就是仅仅三年后，许多知名企业预料，总营业额中产品开发费用将从目前占总销售额的 15%上升到 20%。

1957 年春，同一份杂志做了类似的调查。如果 1956 年发表的总支出数字之大令人惊讶的话，则仅仅一年之后揭露的数字或可称为爆炸性成长。研究支出比前一年的总额增加 20%，升抵 73 亿美元！四年内约成长 100%，这表示，十二个月内实际增加的研究支出，比一年前预测的 36 个月总增加金额还多 1 亿美元。在此同时，预估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

10年的研究支出为90亿美元!此外，所有的制造业预期1960年的营业额中，将有1%来自三年前还不存在的产品，而前一年的调查中，只有少数几种制造业有这种预期。若干制造业的这个比率——只是推出新机型和风格上的转变不计入其内——为数倍之高。

这种事情对投资的影响，不可能高估。研究成本变得很大，没有从商业观点善加处理的公司，可能在营运费用不胜负荷的情形下，步履维艰。此外，管理阶层或投资人找不到唾手可得的简单量尺，衡量研究的获利性。即使最出色的职业棒球选手，也无法预期每上场打击三次，会有一次以上击出安打。同样的，数目庞大的研究课题，受制于平均数法则，根本无法创造利润。而且，纯因几率作祟，连经营管理最好的商业实验室，也可能出现异常状况，不少无利可图的课题全部集中在某段期间出现。最后，一件课题从首次构思，到对公司的盈余带来显著有利的影响，动辄需要七到十一年的时间。因此，连利润最丰厚的研究课题，在未真正实现股东利润增加之前，在财务上也是不小的负担。

但如管理不良的研究成本既高且难发觉，则研究做得太少的成本可能更高。未来数年，随着许多新型材料和新型机械的引进，成千上万公司，甚至整个行业，如没跟上时代脚步，则它们的市场会日渐萎缩。电脑用于追踪纪录，以及放射用于制造加工，也将使企业的基本经营方式发生重大变化。有些公司会留意这些趋势，同时根据自己的观察，设法大幅提升营业额。这类公司中，可能有一些公司的管理阶层，继续在日常营运工作上维持最高的效率标准，并运用同样良好的判断力，在影响未来的事务上保持领先地位。幸运的持股人很可能发大财。

除了企业管理阶层眼光改变和研究崛起等影响力量，还有第三个因素同样能给今天的投资人多于过去数十年的机会。本书稍后谈何时应买卖股票——似乎比较适合讨论景气周期对投资政策有什么样的影响。但此时似应讨论这个主题的一部分。这是持有若干类别的普通股占有较大优势的原因，因为美国联邦政府的基本政策有所转变，主要是1932年后的事。

在那年之前和之后，两大党无论谁执政，如果经济景气，它会将全部功劳揽过来，也不管自己做了多少事，别人也乐于歌功颂德。同样的，景气不振时，它通常受到反对党和一般大众挞伐。不过，1932年以前，刻意创造庞大的预算赤字，以支撑疲弱不振的工商业，在道德上是否合理，以及是否具备政治智慧一事，两党负责任的领导人总是慎重以对。除了设立面包配给站和免费餐厅，凡是对抗失业成本远高于此的办法，不管哪个政党执政，都不会认真考虑。

1932年以后，政策一百八十度转弯。民主党对平衡联邦预算的关心，可能不如共和党，也可能不亚于共和党。但艾森豪威尔总统以后，前财政部长韩弗莱可能除外，负责任的共和党领导人一再指出，要是企业经营依然不景气的话，他们会毫不犹豫地降低税率，或者采用其他手段，但会使赤字增加，其目的是恢复经济和消除失业。这和经济大萧条之前奉行的教条大相径庭。

即使这种政策的转变没有为人普遍接受，其他一些转变却带来大致相同的结果，但速度可能没那么快。威尔逊总统任内，所得税的征收合法化，到30年代，此举才对经济发生重大影响。在此之前，联邦收入多来自关税和类似的货物税。这些税收随着经济的好坏而温和波动，但大体上相当平稳。相反的，今天约80%的联邦收入来自企业和个人的所得税。这表示若经济不景气，联邦税收也会相对减少。

在此同时，农产品价格支撑和失业补助等各种措施，立法通过。在经济衰退会使联邦政府的税收大幅减少之际，法律强制政府在这些地方提高支出，政府的花费势必急剧提高。除此之外，为了扭转经济状况而减税；增加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公共建设和借钱给各种艰困行业，也会增加政府支出，也就是如果经济萧条果真发生，联邦赤字便会轻而易举地达到每年 250 亿到 300 亿美元。这种赤字会导致通货膨胀率上扬，一如战争支出造成的赤字，战后物价高升。

这表示，经济萧条真的发生时，它所持续的时间较以前的一些严重萧条短。继之而来的，几乎肯定是通货膨胀率进一步上扬，导致物价普遍上涨，而这在过去，对某些行业有帮助，但伤害其他一些行业。在这种一般性的经济背景之下，企业景气循环的威胁，可能和过去财务疲弱或收入仅敷支出的公司的股东受到的威胁一样严重。但对财力雄厚或有贷款能力以度过一两年艰困期的成长型公司的持股人来说，在今天的经济环境下，业绩即使下挫，也只是持股市值暂时萎缩，不像 1932 年以前那样，必须深思投资本身受到根本性的威胁。

另一个来自这种内在通货膨胀倾向的基本金融趋势，已经根深蒂固于美国的法律，以及大家普遍接受的政府经济责任观念中。对严格遵守长期抱牢准则的一般投资散户来说，债券不是理想的投资对象。数年来利率上升的趋势，到了 1956 年秋，涨势更为激烈。然而高等级债券的售价却是 25 年来最低的，金融圈内许多人高声疾呼，认为应从价格处于历史性高档的股票，转而投资这些固定收益证券。债券极高的收益率相对于股票的股利报酬率——和正常状况下的比率相较——似乎强烈支持这种做法的正确性。短期内，这种做法有利可图。因此中短期投资人——也就是进出时机触觉敏锐，善于判断何时做必要的买进和卖出动作的“操作者”——可能大受吸引。这是因为如果经济衰退来临，肯定会导致货币市场利率下降，债券价格相对上涨，而股价很难上扬。这使我们得到如下结论：高等级债券对投机商有利，不利于长期投资人。这似乎正和一般人在这个问题上的想法相抵触。不过，了解了通货膨胀的影响之后，为什么这种事可能发生，便显得相当清楚。

纽约第一国民市银行 1956 年 1 月在一封信中，列出一张表，说明 1946 年到 1956 年 10 年内全球性货币购买力贬值的现象。表内包括自由世界的主要国家，每个国家的货币价值都显著萎缩，从瑞士程度轻微，到智利极其严重；前者 10 年期间结束时，能买到 10 年前 85%的东西，后者 10 年内则丧失 95%的价值。美国的跌幅是 29%，加拿大 35%。也就是，这段期间内，美国每年的货币贬值率是 3.4%，加拿大是 4.0%。相对的，这段期间之初，利率相当低，美国政府公债提供的收益率，只有 2.19%。这表示，如果考虑货币的实质价值，持有这种高等级、固定收益证券的投资人，实际上每年承受 1%以上的负利率（或损失）。

但假使投资人不是在这段期间之初利率相当低时买进债券，而是十年后利率相当高时买进。纽约第一国民市银行也在同一篇文章中，针对此事提供数字。他们估计，10 年期间结束时，美国政府公债的回报率是 3.7%,投资不但没有回报，甚至略微亏损。可是这篇文字发表后六个月，利率急剧上升到 35%以上。投资人如有机会在这段期间之初，获得 25 年以来最高的投资回报率，最后情形如何？绝大部分的例子中，他还是无法获得实质投资回报。许多例子中，他实际上发生亏损。这是因为几乎所有的这种债券买主，必须就领取的利息缴最低 20%的所得税，才能计算真正的投资回报率。许多例子中，债券持有人的税率很高，因为只有最初 2000 到 4000 美元的应税所得适用 20%的税率。同样的，如果投资人在这个历史性最高报酬率的水准购买免税地方公债，由于这些免税证券的利率较低，依然无法提供任何实质投资回报率。

当然了，这些数字只适用于这一段 10 年的期间。但它们的确指出，这是全球性的现象，任何一国不太可能借政治趋势加以扭转。债券当做长期投资工具的吸引力，真正重要的地方在于能否期待未来出现类似的趋势。在我看来，仔细研究整个通货膨胀的机制，可以很清楚地看出，通货膨胀大幅攀升源于总体信用扩增，而此事又是政府庞大的赤字使得信用体系的货币供给大增造成的。赢得二次世界大战带来的庞大赤字，种下了恶因。结果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是：战前的债券持有人如维持当时的固定收益证券投资，则投资的实质价值已损失逾半。

我们的法律，导致两种情况不可避免。这事前面解释过。这两种情况，一是企业营运保持不错，出色的股票表现继续优于债券，另一是经济严重衰退。如是后者，债券的表现会暂时优于最好的股票，但接下来政府大幅制造赤字的行动，导致债券投资真正的购买力再次大跌。经济萧条几乎肯定会制造另一次通货膨胀急升；这种令人心慌意乱的时期中，决定何时应该卖出债券极其困难。我因此相信，在我们复杂的经济中，这种证券主要适合银行、保险公司、其他机构投资，因为它们有资金上的义务，必须加以对冲，或者，适合保持短期目标的投资人投资。对长期投资人来说，它们无法提供足够的利益，抵消购买力进一步减退的可能性。

继续讨论之前，宜先简短汇总研究过去，从投资观点比较过去与现在的主要差异得出的各种投资线索。这样的研究指出，运气特别好，或者观察力特别敏锐的人，偶尔能找到一家公司，多年来营业额和盈余成长率远超过整体行业，而能获得很高的投资报酬。研究进一步指出，当我们相信自己已找到这样一家公司时，最好长期抱牢不放。它强烈暗示我们，这样的公司不见得必须年轻，规模小。相反的，不管规模如何，真正重要的是管理阶层不但有决心推动营运再次大幅成长，也有能力完成他们的计划。过去给了我们另一个线索，也就是这样的成长往往和他们晓得如何在各个自然科学领域组织研究工作有关，我们可以很清楚地看出，这种公司的共同特性，是管理阶层不因重视长期规划，而在日常任务的执行上稍有松懈，他们仍会把平常的营运工作做得很好。最后，我们觉得十分放心，因为25或50年前存在很多绝佳的投资机会，今天，这样的机会可能更多。



第三章　买进哪只股票

寻找优良普通股的15个要点

投资人如想找到一种股票，几年内可能增值几倍，或在更长的期间内涨得更高，则应晓得哪些事情？换句话说，一家公司应具备什么特质，才最有可能为它的股票创造这种成绩？

我相信，投资人应关心15个要点。一家公司未能完全符合的要点如果很少，则有可能是很好的投资对象。未能符合的要点如果很多，我认为它将不值得投资。有些要点和公司的政策有关；其他一些则和政策的执行效率有关。有些要点涉及的事项，主要应从公司的外部资讯来源加以确定，其他一些最好的方法是直接询问公司内部人士。这15个要点是：

要点（1）：这家公司的产品或服务有没有充分的市场潜力，至少几年内营业额能否大幅成长？

公司的营业额静止不动，甚至每况愈下时，并非不能获取一次性利润。成本控制得当带来营运上的经济效益，有时能够提高利润率，推升公司股票的市场价格上扬。许多投资商和逢低承接者渴望寻求这种一次性利润。但希望从投资资金中获取最大利益的投资人，对这种机会的兴趣不大。

另一种情况有时能提供高出许多的利润，但一样引不起后者的兴趣。这种情况发生于环境改变后，短短几年内营业额大幅提高，但之后停止成长。电视机商业化后，许多制造商便出现这种显著的现象。几年内，营业额大幅成长。现在，有电力可用的美国家庭中，约90%都有电视机，营业额曲线再呈平疲。就这个行业中的许多公司来说，很早就买进股票的人赚到很高的利润。接下来，随着营业额曲线止涨回软，许多这类股票的吸引力亦然。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户' 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

即使最出色的成长型公司，也不能期望每年的营业额都高于前一年。在另一章，我会试着说明，为什么商业研究正常的错综复杂性和新产品行销的问题，往往导致营业额成长趋势出现不规则的忽起忽落现象，而非年复一年平滑顺畅地提高。工商业景气循环反复无常，也严重影响逐年的比较。

所以说，不应以年为基础，判断营业额有无成长，而应以好几年为一个单位。有些公司不只未来几年的成长可望高于正常水准，更长的期间内也可望如此。

数十年来始终如一，不断有突出成长率的公司，可以分成两类。由于没有更好的用语，我称其中一类“幸运且能干”，另一类“能干所以幸运”。两类公司的管理阶层都必须很能干才行。没有一家公司光因运气不错，而能长期成长。它必须拥有，而且继续拥有杰出的经营才能，否则将无法妥善掌握好运气，并保持自己的优势竞争地位不受他人侵蚀。

美国铝业公司是“幸运且能干”的例子。这家公司的创办人怀有远大的梦想。他们正确地预见到他们的新产品将有重要的商业用途。不过他们和其他任何人，当年都没看到之后 70 年铝制品形成的整个市场规模。该公司是技术发展和经济情势的受益者，而非开创者。这才是它经营成功的主要因素。美国铝业公司拥有且继续展现高超的才能，鼓励和掌握这些趋势。不过即使环境背景，如空中运输臻于完美之境，带来的影响没有完全超乎美国铝业开启广泛新市场的掌控能力，该公司还是会成长——但速度较慢。

美国铝业公司很幸运，发现自己置身的行业，比管理阶层当年构思的富于魅力的行业还好。这家公司许多早期的股东，因为抱牢持股而赚到不少钱，连后来才新加入股东名单的一些人，也赚了不少，只是知道的人没那么多。撰写本书第一版时，美国铝业公司的股价比 1956 年创下的历史性高价低约 40%。不过，就算这个“低”价，仍比十年前，也就是 1947 年能够买到的平均价高约 500%。

杜邦公司为另一类成长型股票的例子——这类公司我称之为“能干所以幸运”。杜邦公司本来不生产尼龙、人造荧光树脂、氯丁橡胶、奥龙合成纤维、米拉，或其他多种令人瞩目的产品。多年来，杜邦生产的是炸药。和平时期，公司的成长主要和采矿业的成长并肩齐步。最近几年，它的成长率可能略高于此，因为铁路建设增加，为它带来额外的营业收入。这家公司优异的商业和财务判断力，加上出色的技术能力，目前每年的营业额超过 20 亿美元。以上所说产品本来不可能在这么巨大的业绩中占有显著地位。杜邦运用原来的业务学得的技能和知识，不断推陈出新，产品源源不断上市成功，成了美国企业伟大的成功故事之一。

投资新手乍看一眼化学业，可能认为那实在是幸运的巧合，因为有着最高投资回报率的公司，也在生产众多吸引人的成长型产品。这样的投资人未免因果倒置，就像没见过世面的年轻女子，第一次欧洲行回来，告诉朋友说，就那么凑巧，大河往往流经那么多大城市的心脏地带。研究杜邦、道氏化学、永备等公司的历史，可以很清楚地看出，就营业额曲线来说，这些公司属于“因为能干所以幸运”一类。

通用美国运输公司可能是“能干所以幸运”类公司中最显著的例子之一。50 多年前，这家公司成立时，铁路设备业似乎是成长空间宽广的好行业。但最近几年，很难找到一些行业，持续成长的前景比它差。可是当铁路运输逐渐向货车运输倾斜之际，过人的创新能力和足智多谋，维持这家公司的收益稳定攀升。管理阶层不以此为满足，开始善用从基本业务学得的一些才能和知识，踏进其他不相关的生产领域，提供进一步的成长潜力。

一家公司如果未来几年的营业额可望急剧成长，则不管它是“幸运且能干”的公司，还是“能干所以幸运’，的公司，都可能给投资人带来财运。不过，从通用美国运输公司等例子，可以清楚地看出一件事。不管是何者，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资人都必须时时留意，观察管理阶层目前以及未来是不是一直很能干；若非如此，营业额将无法继续成长。

对投资人来说，正确研判一家公司长期的营业额曲线，极其重要。肤浅的判断会导致错误的结论。例如，我提过收音机、电视机股价没有持续长期上升，这是因为美国家庭对电视机的需求趋于饱和。不过近年来，若干收音机、电视机公司出现了一个新趋势。它们运用自己在电子业的长处，进人其他电子领域建立起庞大的事业，如通讯和自动化设备。这些工业电子产品，以及一些军事电子产品，可望稳定成长很多年。在一些公司，如摩托罗拉，这些产品的重要性已超过电视机。同时，若干新技术发展带来新的可能性，到 1960 年初，现有的电视机机型将不但难看且落伍，一如原来挂在墙壁、以曲杠操作的手摇式电话，于今已不入流。

一个潜在的发展，也就是彩色电视机，一直为大众所期待。另一个是晶体管开发和印刷电路带来的直接冲击。那将是种荧幕式的电视机，大小和形状与我们现在挂在墙上的大型图画几无两样。目前笨重庞大的外壳将成过去。这些技术如果转为商业化，现有电视机生产者中，一些技术能力最强的公司，营业额可能再次突飞猛进，增幅和维持的时间可能高于它们几年前所经历者。这些公司将发现，除了工业和军事电子产品业务稳定成长外，这方面营业额的冲刺会有锦上添花的效果。它们的营业额将大幅成长，凡是希望获得最高投资利润的人，都应该优先考虑这一点。

提这个例子，不只用以说明肯定将发生的事，并且用以指出哪些事情能够轻而易举发生。这么做，是因为我相信谈到一家公司未来的营业额曲线时，有一点应时时牢记在心。如果一家公司的管理阶层十分出色，而且整个行业将有技术上的变迁，开发研究进步神速，则精明的投资人应提高警觉，留意管理阶层有没有能力妥善处理公司事务，于将来创造理想中的营业额曲线。这是选择出色投资对象应考虑的第一步。

当我在第一版写下这些话时，有一些有趣的事需要留意。因为这些事情不是“肯定发生”或“可能发生”，而是已经发生，摩托罗拉公司就是这样做的。那时我们还不到 1960 年初，也就是最接近我所说，有可能发展出新的电视机机型，淘汰 1950 年代的旧机型。这事还没发生，近期内也不可能发生。但此时让我们看看机敏的管理阶层做了哪些事，掌握技术上的变迁，创造出往上攀升的营业额曲线；前面我说过，营业额曲线上升，是出色投资的先决条件。

摩托罗拉公司让自己成为双向电子通讯领域十分杰出的领导者，而且现在似有无止尽的成长率。双向电子通讯器材起初是作为警车和出租汽车的专用品，后来货车运输公司、各种送货车队的业主、公用事业公司、大型营造计划和管线也竞相采用这种多用途的设备。在此同时，经过几年所费不薄的开发努力，这家公司建立起获有利润的半导体（晶体管）事业部，似乎将在这个行业急剧成长的趋势中取得一席之地。它在立体音响唱机的新领域中成为主角，而且成为销售收入的主要来源。通过和全国首屈一指的家具制造商形成独特的结盟，高价位电视机的销售额突飞猛进。最后，它以小钱并购另一家公司，踏进助听器材领域，而且可能开发其他新型的专用器材。简言之，下个年代某个时候，重大的刺激因素可能促使它原来的收音机——电视机产品线再次大幅成长。这事还没发生，短期内也不可能发生。可是管理阶层已再度掌握利用组织内部的资源和才能，公司的成长蓄势待发。股票市场对这件事有所反应吗？初版写完时，摩托罗拉的股价是 45 美元，今天是 122 美元。

投资人注意到这种机会时，利润可能有多少？我们从刚谈过的这个行业举实例来说明。1947 年，华尔街一位朋友正调查萌芽中的电视机工业。他研究了一年中大部分时候，几家重要电视机制造商的情形，结论是这个行业的竞争将很激烈，主要公司的地位将大幅变动，而且这个行业中一些股票具有投机性魅力。不过，调查过程中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

显像管使用的玻璃真空管严重缺货。经营最成功的制造商似乎是康宁玻璃厂。进一步探讨康宁玻璃厂的技术面和研究面之后，可以清楚地看出，这家公司非常有资格，为电视机工业生产玻璃真空管。估计可能的市场规模后发现，这将是康宁公司主要的新业务来源。由于其他产品线的展望普遍不错，这位分析师建议散户和机构投资人买进这只股票。这只股票那时的价格约 20 美元，后来一股拆分成两股半。在他买进之后十年，股价上涨到 100 美元以上，等于老股 250 美元以上。

要点（2）：为了进一步提高总体销售水平，发现新的产品增长点，管理层是不是决心继续开发新产品或新工艺？

有些公司因为目前的产品线有新需求，未来几年的成长展望很好，但依公司的政策和经营计划，产品线不再进一步开发，则把握的利润可能昙花一现。它们不可能在 10 年或 25 年内，源源不断带进利润，而这正是公司财务成功最稳当之路。此时，科学研究和工艺发展开始划入蓝图。企业界主要必须靠这些方法，才能改善旧产品和开发新产品。管理阶层如不满意成长昙花一现，而希望成长不绝如缕时，通常会这么做。

公司的工艺或研究，如能在相当大的程度内，投入和公司目前营运范畴有若干关系的产品，则投资人的收获通常最大。这个意思不是说，理想的公司可能没有很多事业部门，而且产品线相当不同。它的意思是，一公司的研究如能围绕每一个事业部，有如很多树木各从自己的树干长出树枝，成果通常比一家公司从事许多不相干的新产品好得多；后者的新产品研制成功后，公司势将踏入与现有事业无关的几个新行业。

乍看之下，要点（2）似乎只是要点（1）的重复。其实不然。要点（1）讲的是事实，用以评估一公司的产品目前存在的销售成长潜力。要点（2）谈的是管理阶层的态度。这家公司是否体会到，总有一天，公司几乎肯定会成长到目前市场的潜力极限，如要继续成长，未来某个时候可能必须另行开发新市场？一家公司必须在要点（1）有好的增长率，同时在要点（2）有正面积极的态度，才有可能吸引投资人最大的兴趣。

要点（3）：和公司的规模相比，这家公司的研究发展努力，有多大的效果？

对很多股票公开上市公司来说，用数字表示每年花在研究发展支出上的金额有多少，不是很困难。每家公司几乎都会报告每年的营业总额，只要运用最简单的算术，把研究费用除以总销售额，就能晓得一公司的营业额中有多少用于研究与开发。许多专业投资分析师喜欢比较一公司和同业的研究支出。有时他们会拿这个数字和业界平均值比较，方法是把许多同类公司的数字加总起来，取其平均值。从这个数字，就能得出结论，晓得一公司的研究努力相对于竞争对手的多寡，以及投资人买一家公司的股票时，每股研究支出金额是多少。

这类数字可以当做粗略的量尺，找到有用的线索，晓得一家公司的研究支出是不是高得异常，或者另一家公司的研究支出不够。但除非进一步取得很多资料，否则这种数字容易产生误导。其中一个理由是，哪些项目应列为研究开发费用，哪些项目则排除在外，各公司的做法差距很大。一公司可能把某种工程费用列为研究开发支出，大部分主管官员却不这样认为，因为该公司不过把现有产品略加修改，以符合某张订单的要求——换句话说，那只是销售工程费用。相反的，另一家公司可能把某种全新产品试验当做生产成本，而非研究支出。大部分专家会称此为纯正的研究功能，因为它和新产品生产知识的取得有直接关系。如果所有的公司都以类似的会计基础，用以报告研究开发支出，则各知名公司相对的研究开发支出数字，看起来会和金融圈常用的数字很不一样。

企业各项主要营运活动中，以研究开发领域的成本效益差距最大。即使管理最优良的公司，彼此的差异，比率可高达二比一。这个意思是说，有些经营良好的公司，花在研究上的每一块钱，最终获得的效益，是其他公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的两倍之多。把经营普通的公司纳入，则最佳和普通公司间的差异更大。其中原因主要在于新产品和工艺能够突飞猛进，不能再只靠一位天才，而必须结合受过高度训练的工作团队，而且人人各有所长。其中一人可能是化学家，另一人是固态物理学家，第三人是冶金学家，第四个人是数学家。每一位专家的技能，只是产生优异结果的一部分。这里也需要领导人，协调背景不同的人群策群力，为共同的目标努力。因此，某公司研究人员的数目或声望，和另一家公司以工作团队方式运作而获得的效果比起来，可能相形失色。

协调技术能力各有所长的研究人员，结合成紧密的工作团队，并激励工作团队中的每位专家发挥最大的生产力，以取得最佳的研究成果，这事做起来十分复杂，但不是管理阶层唯一需要的能力。每个开发专案，在研究人员和十分熟悉生产、销售问题的人员间，做密切和详尽的协调，也一样重要。对管理阶层来说，如何让研究、生产和销售人员建立起紧密的关系，不是件容易的事。若非如此，最后构思出来的新产品往往不是无法低价生产，便是在设计时欠缺最迷人的销售魅力。如此研究开发出来的产品，通常禁不起更有效率的竞争对手阻击。

研究支出要获得最大的功效，最后需要另一种协调。这是和高级管理人员的协调。或许这么说比较好：高级管理人员应了解商业研究的基本特质。景气好的年头，开发计划没办法扩张，景气差的年头，则遭大幅删减，因为公司不肯急剧提高总成本，以达成应有的目标。一些高级管理人员喜爱的“紧急”计划，偶尔可能有其必要，但往往过于昂贵。紧急计划所以发生，在于研究人员一直着手的课题突然叫停，转而集中精力在新的任务上。就那时候来说，新任务可能比较重要，但往往不值得因为它们，使原来的课题受到干扰而中断。成功的商业研究的精髓，是只选报酬金额可望达研究成本好几倍的任务。不过，一旦某个课题开始着手，基于预算上的考虑和课题本身以外的其他因素，而加以缩减或加速，难免导致总成本相对于能够获得的利益上升。

有些高级管理人员似乎不了解这一点。我曾见过成功的小型电子公司高级主管对业内一家巨大的竞争不以为意。这种态度叫人惊讶。他们不担心规模大得多的公司有能力生产竞争性产品，并非起于他们不尊敬大公司个别研究人员的能力，或者不晓得大公司不惜耗费巨资研究发展可能获得什么成果。相反的，他们知道大公司一向经常喊停，搁置正常的研究课题，插入紧急计划，以完成高级管理人员因急迫感而订立的立即性目标。同样的，几年前，我听说一位优秀的负责技术的同事私底下劝告毕业班学生不要到某家石油公司找工作，原因不言而喻，但不希望有人到处张扬此事。这是因为那家公司的高级管理人员，喜欢雇用技术熟练的人，做正常情况下需要五年才能完成的课题。而后到了约三年，公司对某特定课题失去兴趣，将之束诸高阁，结果不但浪费公司的金钱，也害员工一事无成，在技术成就上难有声誉。

国防合约的庞大研究开销，要如何评估，使得研究开发的投资评估更显复杂。很多这方面的研究支出，往往不是执行研究工作的公司费用，而是挂在联邦政府账上。

有些国防业的转包商也为承包商做很多研究。这些转包商供应产品给承包商。投资人应视这方面所有的研究支出，和公司自行支出做研究一样重要？如果不然，如何和公司本身的研究相互比较？和投资领域中其他许多层面一样，这些问题没办法用数字公式回答。每个个案都不一样。

国防合约的利润率低于政府部门以外的商业活动，而且往往有这样的特性：某种新武器的合约必须根据政府的蓝图竞标。这表示，政府主办的研究工作，发展出来的产品，有时不可能带来稳定、重复性的业务，但民间的研究做得到这一点，因为专利和顾客的口碑通常能源源不绝带进收入。基于这些理由，从投资人的观点来说，政府主办的各种研究课题，经济价值差别很大，虽然就国防努力的效益而言，这些课题的重要性大致相当。从下面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所举理论上的例子，或许可以看出为什么在投资人眼中，三个课题的价值大异其趣：

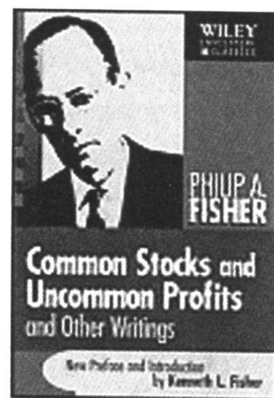
有个课题可能研制出重要的新武器，但不具军事以外的用途。这种武器的权利全为政府拥有，而且一旦研制出来，生产过程十分简单，原先做研究的公司投票承揽生产合约时，相对于其他公司，不具竞争优势。在投资人眼里，这种研究努力几乎没有任何价值。

另一个课题可以生产相同的武器，但制造技术相当复杂，没有参与原始开发工作的公司，将很难生产。对投资人来说，这种研究课题具有中等价值，因为能从政府部门持续不断取得业务，只是利润可能不高。

另一家公司可能执行这种武器的工程研发工作，并从中学得一些原理和新技术，可直接应用在利润较高的经常性商业产品线上。投资人可能认为这种研究课题有很高的价值。近年来，一些公司展现高度的才华，找到复杂和具技术特性的国防工作，经营十分成功。政府花钱，它们却从研究中取得技术知识，而且能够合法运用到利润较高、又与现有商业活动有关的非国防领域上。这些公司把国防单位备需的研究成果呈交政府，但同时以很低的成本，或者根本不需要成本，取得相关的非国防研究利益。它们本来必须自己花钱才能取得这些利益。投资德州仪器公司股票赚大钱的一个原因，很可能和这个因素有关。1953 年，德州仪器公司的股票在纽约证券交易所首次挂牌交易，价格是 5.25 美元，四年内涨了约 500%；同一年，安培斯公司的股票也首次公开发行，持股人同期内赚了约 700%，涨幅高于德州仪器，也可能和这个因素有关。

最后，判断企业的研究组织相对的投资价值时，还有另一种活动必须评估。正常情况下，这种活动根本不被视为开发研究——似乎和开发研究沾不上边的市场调查。市场调查被视为开发研究和销售的桥梁。高级管理人员必须提高警觉，慎防花大钱，研究发展绚丽的产品，一旦臻于完美境地，的确有市场存在，可惜市场规模太小，难有利润。所谓市场规模太小而无利润，我的意思是说，这样的市场中，销售额不够大，无法回收研究成本，投资人去赚那种蝇头小利划不来。市场调查研究组织如能把公司的重大研究课题，从技术上即使成功，也难以回收成本，转为迎合更广大的市场，获得三倍大的报酬，则可大幅提高持股人投资该公司科技人力的价值。

如果计量量数——如每年的研究支出或拥有工科学位的员工人数——只是粗略的指南，而非判断一公司是否为优秀研究组织的最后依据，则谨慎的投资人如何取得这方面的资讯？同样的，“闲聊”法能够发挥神奇的作用。一般投资人除非去尝试，否则不相信提出一些聪明的问题，到处询问研究人员，包括公司内部人士，以及同业、大学、政府相关领域的人士，谈某公司的研究活动，能拼凑出一幅完整的画面。一个比较简单，但往往有效的方法，是仔细探讨一段期间内，例如过去 10 年，研究单位的成果对一公司的营业额或净利有多大的贡献。这样一段期间内，和活动规模相比，研究单位如能源源不断推出高利润的新产品，则只要根据同样的一般性方法继续运作，将来可能仍有等量齐观的生产力。



《怎样选择成长股》
英文版封面

要点（4）：这家公司有没有高人一等的销售组织？

在这个竞争激烈的年代，即使公司的产品或服务十分出色，但如果不善于行销，销路终有极限。没有销路，企业不可能生存。顾客因为满意而为公司带来重复性的商业收入，是经营成功的第一个判断准绳。不过，企业的销售、广告和配销组织的相对效率，大部分投资人对它们的重视程度，远不如对生产、研究、财务或企业活动其他主要部门的注意，连小心谨慎的投资人也不例外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这种现象的存在，可能有个原因。比较公司的生产成本、研究活动或财务结构与竞争对手的优劣时，我们很容易建构简单的数学比率，借以提供某种指引。但是谈到销售和配销的效率，即使意义雷同，计算比率却困难得多。至于研究，我们已知道，这种简单的比率太过粗浅，只能作为一个线索，告诉我们应该观察什么。不久我们就会讨论它们相对于生产和财务结构的价值。但是不管这种比率是否真如金融圈所认为的那么有价值，投资人的确喜欢利用这些比率。由于销售努力没有那么容易公式化，许多投资人并未加以正视，可是决定投资是否真有价值时，它是一个基本要素。

同样的，我们可以利用“闲聊”法解决这个困难。一公司营运活动的所有方面中，从公司外部打听销售组织的相对效率，最容易做到。竞争对手和顾客知道答案。同样重要的是，他们很少不敢表达自己的看法。小心谨慎的投资人花时间探讨这个问题，通常可以满载而归。

关于相对销售能力，我给的篇幅少于相对研究能力。这不表示我觉得它比较不重要，以今天激烈竞争的世界来说，很多重要的事情攸关企业经营成功。但是优异的生产、销售、研究或可视为成功的三大支柱。说其中之一比另一重要，就像说心、肺、消化道里面的一个是维持人体正常运转最重要的器官。人要生存，所有的器官都不可或缺，而且所有的器官都必须健康，才会身强体壮。不信，不妨看看你身边已证明是杰出投资对象的公司。你能找到有些公司不是积极的配销努力和不断改善的销售组织两者兼具吗？

我已提过道氏化学公司，而且可能一提再提，因为这家公司多年来给予股东很高的报酬，我相信它是理想的保守型长线投资对象。在大众心目中，这家公司和研究成果突出几乎划上等号。但我们不知道的是，这家公司甄选、训练销售人员时，和甄选、训练研究化学家一样小心翼翼。年轻的大学毕业生成为道氏的业务员之前，可能受邀到密德兰数趟，好让他和公司双方尽可能确定他拥有的背景和个性，适合留在公司的销售组织内。接下来，在他拜访第一位潜在顾客之前，必须接受专业训练，为期短则几个星期，长则持续年余，以便做好准备，面对更为复杂的销售工作。这只是他接受训练的开端，公司投注很大的心力，不断寻找更有效率的方式，争取、服务以及交货给顾客。

道氏和化学业其他杰出公司是否与众不同，那么重视销售和配销？当然不是。在另一个相当不同的行业中，国际商业机器公司给予股票持有人优厚的报酬（讲得保守一点）。IBM 一位高级主管最近告诉我，一般业务员全部的受训时间，三分之一待在公司赞助的学校中!比率如此之高，主要原因在于公司希望业务员随时了解一日千里的科技最新动态。我相信，这是另一个证据，显示经营最成功的公司，十分重视必须不断改善业务人员的素质。一公司的制造或研究技能强，能够取得若干赚钱的业务，但配销组织能力弱，则高利润将如昙花一现。这样的公司相当脆弱。一公司如要长期稳定成长，强大的销售人力不可或缺。

要点（5）：这家公司的利润率高不高？

我们终于谈到一件重要的东西——数学分析，许多金融圈人士认为它是良好投资决策的骨干。从投资人的观点来说，营业收入导致利润增加才有价值。如果多年来利润一直不见相对增加，则营业额再怎么成长，也无法吸引投资对象。检视公司利润的第一步是探讨它的利润率，也就是说，算出每一元的营业额含有多少营业利润。数字算出来，马上可以看出不同的公司差别很大，即使同一行业的公司也不例外。投资人不应只探讨一年的利润率，而应探讨好几年的利润率。整个行业欣欣向荣之际，几乎所有的公司都有高利润率——以及高利润额。不过，我们也能明显看出，经济呈上升趋势的时期，边际公司——也就是利润率较低的公司——利润率成长的幅度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

几乎总是远高于成本较低的公司；后者的利润率也提高，只是提高的幅度没那么大。因此，年景好时，体质疲弱公司的盈余成长率往往高于同行中体质强健的公司。但是我们也应记住，一旦年景不好了，前者的盈余也会急剧下降。

由于这个理由，我相信投资边际公司，绝对无法获得最高的长期利润。一家公司的利润率极低，但考虑长期投资的唯一理由，在于可能有强烈的迹象表明，该公司正从根本上发生变化。例如，利润率正在改善，但和业务量暂时扩增无关。换句话说，这家公司不能算是边际公司，因为购买股票的真正原因，是该公司经营效率高，或开发出新产品，已使它脱离边际公司之林。一家公司如出现这样的内部变化，而且其他方面也值得长期投资，则可能是非常理想的购买对象。

至于历史较悠久和规模较大的公司，真正能够让你投资赚大钱的公司，大部分都有相对偏高的利润率。通常它们在业内有最高的利润率。至于年轻的公司，有时一些老公司也一样，会动用所有的利润，或者一大部分利润，以加速成长。这些本来可以放进口袋的利润，用于进一步加强研究或促销。这种情况中，重要的是百分之百确定它真的花钱促进研究、推动促销，或者加强其他任何活动，好为将来打下基础。这是利润率缩水或不存在的真正理由。

投资人最要注意的地方，是确定导致利润率下降的行为，不只是为取得高成长率所需的行为，实际上还要做更多的研究、促销等。果真如此，则利润率明显欠佳的公司，反而可能是绝佳的投资对象。但除了刻意拉低利润率，以进一步加速成长率的这些公司，希望长期大赚的投资人，最好远离利润率低的公司或边际公司。

要点（6）：这家公司做了什么事，以维持或改善利润率？

购买股票要赚钱，不是看购买当时这家公司有哪些事情普遍为人所知。相反的，能不能赚钱，要看买进股票之后需要知道的事情。因此，对投资人来说，重要的不是过去的利润率，而是将来的利润率。

我们生存的这个年代中，利润率似乎不断受到威胁。工资和薪水成本年年上涨。许多公司现在订有长期劳动合约，未来几年的薪资涨幅都已确定。劳动成本上扬，导致原材料和进货价格对应上涨。税率趋势，特别是不动产和地方税率，也似乎稳定攀升。

在这种背景下，各公司的利润率趋势将有不同的结果。有些公司似乎站到幸运的位置，只要提高价格，就能维持利润率。它们所处的行业，产品需求通常很强，或者因为竞争性产品的售价涨幅高于它们的产品。不过在我们的经济中，以这种方式维持或改善利润率，通常只能保持相当短暂的时间。这是因为竞争性产品会很快制造出来。这些新产品足以抵消增加的利益，随着时间的流逝，成本增幅不再能够转嫁到价格涨幅上。接着利润率开始下滑。

1956 年秋便有一个急转弯的显著例子。当时几个星期内铝市场从供不应求，转为厂商竞相抛售。在那之前，铝价随着成本而上扬。除非产品的需求成长得比产量快，否则价格涨幅就不会再那么快速。同样的，若干大钢铁公司一直不愿提高一些稀有钢材的价格到“市场能够忍受的极限”，部分原因反映了它们长期以来的想法，也就是因为有能力把成本的涨幅转嫁到价格的涨幅上，而致利润率上升的现象，都很短暂，除非有其他的理由。

同样在 1956 年下半年，制铜行业内的生产者采取的措施或许最能说明这种做法的长期危险性。这些公司一一自制，甚至于将价格压低在全球性的水准以下，以防价格涨得太高。不过，铜价还是涨到够高的水准，抑制了需求，并吸引新的供货商加入。苏伊士运河关闭，使得西欧的供需情势失衡相当严重。要是 1956 年的利润率没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有那么高，或许 1957 年的利润率就不会那么糟糕。整个行业的利润率因为价格一再上涨而升高时，对长线投资人来说，不是好兆头。

相反的，其他一些公司，包括这些行业中的若干公司，不是靠提高价格，而是借远富创意的方法，提升了利润率。有些公司借助资本增值或产品更新部门，取得成功。这些部门唯一的职能，是设计新的设备，以降低成本，抵消或部分抵消工资日渐上升的趋势。很多公司不断检讨作业程序和方法，研究哪些地方可以提高经济效益。就这种活动而言，会计职能和对纪录的处理，一直是特别重要。运输方面也是一样。运输成本的涨幅高于大部分的费用，因为和生产比起来，运输的劳工成本所占比率较高。机敏的公司使用新型货柜、采用以前没用过的运输方法，甚至把货品置于分厂，以免交互送货，因而降低了成本。

这些事情无法一日之间完成。它们都需要仔细研究和事前详加规划。想要投资的人应注意企业所采降低成本和提升利润率的新观念是否富有创意。在这里，“闲聊”法可能有若干价值，但远不如直接询问公司内部人士。利润率好，大部分高级主管都乐于详谈这方面的事情。这方面做得最成功的公司，很有可能是以同样的知识建立起公司，将来可望继续以建设性的态度做事。他们极有可能为股东创造最高的长期报酬。

要点（7）：这家公司的劳资和人事关系是不是很好？

大部分投资人可能没有充分认识良好的劳资关系能带来利润。没有人不知道恶劣的劳资关系造成的冲击。任何人只要稍微浏览财务报表，经常性、久悬不决的罢工对生产造成的影响，便跃然纸上。

不过，人事关系良好和人事关系乏善可陈的两种公司间，其利润差额远大于罢工造成的直接成本。如果员工觉得受到雇主公平对待，整个工作环境便大不相同，高效率的领导阶层可以大幅提高单位员工的生产力。此外，训练每位新进员工需要相当高的成本。因此，员工流动率过高的公司，必须负担这方面不必要的成本，而管理良好的企业不必为这种事烦恼。

但是投资人如何判断公司劳资关系和人事关系的好坏？这个问题没有简单的答案，找不到一套通则适用于所有的情况；我们能做的事，是观察很多因素，然后从拼凑起来的综合画面加以判断。

目前工会势力普遍存在，公司内部若没有工会组织者，劳资和人事关系可能更好一些。若非如此，则工会很早以前便组织起来。例如，投资人可以相当肯定，在工会势力庞大的芝加哥，摩托罗拉公司至少说服很多员工，相信公司真的有意愿和能力，善待员工。在工会势力逐渐抬头的达拉斯，德州仪器公司也是如此。公司员工没和国际性工会挂钩，唯一的理由是公司的人事政策执行得很成功。

相反的，企业内部有工会组织，无疑是劳资关系不睦的征兆。有些公司的员工全部参加工会，但劳资关系很好，因为它们晓得必须和工会互敬互信。同样的，罢工接连不断和拖延不决，正是劳资关系恶劣的明证，但完全没有罢工，不见得表示劳资关系本质上良好。有些时候，没有发生罢工的公司，很像惧内的老公。没有冲突，婚姻生活不见得幸福美满，因为当事人只是害怕冲突。

为什么有些员工对某些雇主异常忠诚，对其他一些雇主则痛恨，个中理由往往一言难尽，不容易理清头绪，投资人最好观察显示员工整体感觉的比较性资料，而不必注意导致这种感觉出现的背景因素。不少数字可以显示基本员工素质和人事政策的好坏，其中之一是一家公司相对于同一地区另一家公司的员工流动率高低。同样重要的是应征某家公司工作的人数相对于同一地区其他公司应征人数的多寡。在劳工未见供过于求的地区，如有很多人希望到某家公司工作，则从劳资和人事关系良好的角度来说，这样的公司通常值得投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不过，除了这些一般性的数字，投资人还可以注意一些明确的细节。劳资关系良好的公司，通常尽一切努力化解员工的不满。管理阶层拖很久才处理员工的小抱怨，而且不认为那有什么重要，最终导致大问题出现。除了评估解决怨诉的方法，投资人可能也需要注意工资等级。在公司所在地支付的工资高于平均水准，但盈余也高于平均水准的公司，劳资关系可能不错。如果公司的盈余很大一部分源于支付低于所在地标准水准的工资，投资人如买它的股票，迟早可能尝到严重的苦果。

最后，投资人应了解高级管理人员对待基层员工的态度。有些管理人员嘴里讲得天花乱坠，实际上不认为对普通员工必须负起责任，也不关心他们。他们最关心的是，营业收入流入低级员工的比率，不能高于强悍的工会施压强求的水准。他们根据公司营业收入或盈余预期的微小变化，随意大量雇用和解雇员工。员工眷属可能受影响，生活困难，但他们不觉得自己有责任。他们没有让一般员工觉得公司需要他们，才能经营下去。他们没有让一般员工觉得有尊严。管理阶层抱持这种态度的公司，通常不是最理想的投资对象。

要点（8）：这家公司的高级主管关系很好吗？

和低级员工关系良好很重要，在高级人员之间创造正确的气氛也十分要紧。这些人的判断力、创造力和群策群力，能够成事，也能败事。由于他们举足轻重，工作压力往往很大。所以有些时候，高级主管人才因为摩擦或彼此怀恨，而挂冠离去，或者并未尽全力做事。

高级主管间气氛良好的公司，能提供最佳的投资机会。这样的公司中，高级主管对总裁和董事长有信心。这表示，从最低阶层往上，每位员工都感受到，公司的升迁是以能力为依归，不是靠结党成群。拥有控制权的家族成员，不会升迁到更有能力的人才头上。公司会定期调整薪水，高级主管因此而更加努力。薪水至少和业界、当地的标准看齐。除了最基层的工作，只有在组织内部找不到适合升迁的人时，管理阶层才会引用外人。高级管理人员明白，只要人们在一起工作，难免结党成群和发生人际间的摩擦，但不能忍受有人不肯在团队中携手合作。只要和公司不同责任阶层的高级主管稍微闲聊，直接问几个问题，投资人通常就会知道高级主管间的气氛是不是融洽，企业偏离这些标准愈远，愈不可能成为绝佳的投资对象。

要点（9）：公司管理阶层的深度够吗？

小公司可以做得非常好，而且如果其他因素都合适，则在真正能干的一人管理领导之下，多年内这家公司有可能是很好的投资对象。不过，人的能力毕竟有其极限，即使是规模较小公司的投资人，也应该预防关键人物不在其位可能带来灾难。现今杰出小公司的投资风险没有表面上看起来那么大，因为最近有个趋势，也就是拥有许多管理人才的大公司常会买下规模较小的公司。

但是值得投资的公司，必须能够继续成长。一家公司迟早会到达某种规模，除非开始在某种深度内培养高级主管人才，否则将没有能力掌握进一步的机会。这一点，因不同的公司而异，视它们从事何种行业以及一人管理公司的才干而定。这事通常发生在每年总营业额升至 1500 万到 4000 万美元之际。如要点（8）所述，这时投资某家公司的股票时，高级主管间的气氛是否良好格外重要。

当然了，要达成要点（8）所谈的事情，必须深入培养合适的管理阶层才行。但是除非另外实施若干政策，否则没办法培养出这样的管理人才。其中最重要的是授权。如果从最高层到基层，每个层级的主管没有以别出心裁和有效率的方式，配合个人的能力，获得实权，以执行指派的任务，优秀的主管人才便有如身强体壮的动物被关在牢笼里，无法舒展筋骨，尽情发挥。他们没办法发挥特长，因为根本没有充分的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高级管理人员如事必躬亲，插手日常的营运事务，这样的组织很难成为极富吸引力的投资对象。高级主管虽然本意良善，但跨越自己授予部属的权限，将使他们经营的公司严重偏离优良投资对象之林。不管一两个主管处理所有琐碎事务多能干，一旦公司到达某种规模，这样的高级主管会在两方面碰到难题。公司人太多的琐碎事务将令他们分身乏术，无法一一处理。公司也没办法培养干才，处理仍在成长中的业务。

判断一公司的管理深度是否合适时，还有另一件事值得投资人注意。高级管理人员是否虚心欢迎并乐于评估员工提出的建议，即使这些建议有时严厉批判目前的管理实务？今天的企业环境竞争如此激烈，改善和变革的需求如此强烈，要是高级管理人员因为骄矜自满或无动于衷，未能探索值得开采的新点子金矿，这样的公司可能不适合投资人垂青。公司急需的年轻主管也不可能培养出来。

要点（10）：这家公司的成本分析和会计记录做得如何？

如果不能够准确和详尽地细分总成本，显示每一小步营运活动的成本，没有一家公司有办法长期经营得十分成功。只有这么做，管理阶层才晓得什么事情最需要注意。只有这么做，管理阶层才能判断他们有没有适当地解决需要注意的每一个问题。此外，最成功的公司不只生产一种产品，而是生产很多产品。如果管理阶层无法确切知道每种产品相对于其他产品的真正成本，势必束手无策。他们几乎不可能订定价格政策，确保获得最高的总利润，同时制止过度的竞争。他们将无从得知哪种产品值得特别着力推广和促销。最糟的是，有些表面上成功的活动，其实可能正在赔钱，使得整体利润每况愈下，而非节节上升，但管理阶层不知道这件事。这种情况下，几乎不可能做出聪明的规划。

虽然投资的时候，企业的会计控制十分重要，但小心谨慎的投资人通常很少看清他想投资的公司全貌，晓得成本会计和相关活动的真实面貌。在这一方面，“闲聊”法有时能指出做事掉以轻心的公司。除此之外，能告诉我们的东西不多。直接询问公司里面的人，对方通常回答得十分真诚，相信成本资料非常适当。他们往往提出详细的成本资料表，用以证明他们所说不假。但是重要的不是详细的数字，而是它的准确性。就此而言，小心谨慎的投资人通常最好同时承认这个课题很重要，以及他本身能力有限，没办法给予适当的评估。在这些限制之下，他通常只能依赖一般性的结论，也就是如果一公司经营能力的大部分层面远高于一般水准，这方面的表现也可能远高于一般水准，但前提是高级管理人员认识到专业会计控制和成本分析很重要。

要点（11）：是不是在所处领域有独到之处？它可以为投资者提供重要线索，以了解此公司相时于竞争者，是不是很突出？

依定义，这个问题有不分青红皂白的味道。这种事情势必每家公司差别很大——在某些行业显得十分重要的东西，在其他行业，则不怎么要紧，或者根本不值一提。例如，零售业最重要的工作，也就是公司处理不动产事务的能力——如承租物的品质——至关紧要。但在其他很多行业，拥有这方面高超的能力，则没那么重要。同样的，对某些公司来说，处理信用的能力很重要，但其他公司没那么重要，或者不必理会。这两件事，我们的老朋友，亦即“闲聊”法，通常能让投资人把画面看得更清楚。如果探讨的问题很重要，值得深入研究，则他获得的结论，往往能用数学比率加以验证，如单位销售额的相对承租成本，或信用损失比率。

很多行业中，总保险成本相对于销售额的比率很重要。有些时候，一家公司的总保险成本比同等规模的竞争对手低 35%，利润率将高出不少。有些行业中，保险足以影响盈余。研究这些比率，并和知识丰富的保险业人士讨论，投资人将受益良多。要知道某家公司的管理阶层表现多出色，这些资料虽属辅助性质，却能透露很多内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

情。善于处理保险事务，并不能降低保险成本，这和善于处理不动产事务而降低平均租金不同。相反的，它们主要反映了处理人事、存货和固定财产的整体能力，因而减少发生意外、损耗和浪费的整体数量，从而能够降低保险成本。从保险成本的高低，可以明显看出某个行业中哪家公司经营得不错。

专利权也因不同的公司而有很大的差异。对大公司而言，专利权多通常有额外的好处，但不表示它占有绝对优势。专利权多，通常可以防止公司若干部门的营运活动遭遇激烈的竞争。正常情况下，公司相关部门的生产线将因此享有较高的利润率。这又进一步提升所有生产线的平均利润率。同样的，专利权强大，有时能让一公司享有独家权利，以最简单或最便宜的方式，生产某种产品。竞争对手必须走更远的路，才能到达相同的目的，使得专利权拥有人占有明显的竞争优势，但这种优势通常不大。

在专业技术知识普及的这个年代，大公司受专利权保护的领域，绝大部分情况下，只及于公司一小部分的营运活动。专利权通常只能阻止少数竞争对手获得同样的成果，但无法阻止所有的竞争对手。基于这个原因，许多大公司根本不想应用专利权将竞争对手关在门外，反而收取相当低廉的费用，授权竞争对手使用他们的专利，并希望别人也以同样的态度对待他们，允许他们使用别人的专利。在制造技术、销售和服务组织、顾客的口碑，以及对顾客问题的了解等方面，要维持竞争优势，需要费心的地方，远多于专利权的保护。其实，大公司维持利润率的主要手段如果是靠专利保护，通常是投资弱势而非强势的表征。专利权没办法无限期提供保护。当专利保护不再存在时，公司的获利可能大打折扣。

年轻的公司刚开始建立生产、销售和服务组织，而且处于拓展客户的初期阶段，情况大不相同。要是没有专利，它的产品可能遭根基稳固的大公司抄袭；大公司可能运用它们既有的客户关系通路，置年轻的小型竞争对手于死地。因此对于刚开始行销独特产品或服务的小型公司，投资人应密切检视它们的专利状况。专利权保护的范围到底有多广，应得到准确的信息。获得某种产品的专利是一回事，得到保障，阻止他人以不同的方式生产又是另一回事。不过就这一方面而言，从工程研究下手，不断改善产品，远比静态的专利权保护占优势。

比方说，几年前，西岸一家年轻电子制造商和今天比起来，规模小得多时，推出一种很成功的新产品。有人向我说，业内一家大公司却以“依样画葫芦的抄袭手法”，用自己的知名品牌行销。依这家年轻公司设计师的看法，那家大型竞争对手矫正了小公司工程设计上的所有错误，再结合原有产品的优点，推出自己的产品。小型制造商消除原有产品的缺点，推出改良型产品之际，大公司正好也推出产品。大公司的产品卖得不好，于是从那个领域撤退。我们见过无数这样的例子，也就是最有效的根本保障方式，来自工程设计保持领先地位，不是靠专利权。投资人至少应十分小心谨慎，不要太强调专利权保护的重要性，但也要晓得，评估某项投资是否理想时，专利权保护偶尔是个重要因素。

要点（12）：这家公司有没有短期或长期的盈余展望？

有些公司的经营方式是追求眼前最大的利润，有些则刻意抑制近利，以建立良好的信誉，因而获得较高的长期整体利润。这方面常见的例子，是对待客户和供应商的态度。一家公司可能老是以最严苛的态度对待供应商；另一家则可能为确保可靠的原材料来源，或在市况转变、供给十分紧俏时，为确保获得高品质的零部件，以致同意向供货商支付比合约高的价格。对待客户的差异也同样显著，有些公司愿意在老客户碰到困难时提供帮助，这可能在某笔交易上没有利润，但长期可望得到远高于以往的利润。

“闲聊”法通常可以相当清楚地反映这些政策上的差异。想要获得最高利润的投资人，应留意在盈余上眼光

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

放远的公司。

要点（13）：在可预见的将来，这家公司是否会大量发行股票，获取足够的资金，以利公司发展，现有持股人的利益是否因预期中的成长而大幅受损？

一般谈投资的书，都花很大的篇幅，探讨公司的现金存量、企业组织结构、发行各种证券所占资本比率等，所以读者很可能会问，为什么涉及财务方面的这个要点？其理由在于本书的基本信念是，聪明的投资人不应光因价格便宜就买普通股，而必须在有利可图时才购买。

本章所谈其他 14 个要点，很少公司可能在全部 14 个要点，或几乎全部的要点上，获得很高的评价。符合这个标准的任何公司，很容易按当时适合本身规模的利率水准借到钱，而且达到本行业允许借贷的最高额度。这样的公司一旦借钱到举债上限——当然是根据它未来的营业收入成长、利润率、管理阶层素质、研究发展以及本章讨论的其他各个要点，有资格借到上限或接近上限——仍需要更多资金时，还能发行股票，筹措资金，因为投资人乐于参与这种企业。

因此，如果投资人只找杰出的公司投资，则真正要紧的是这家公司的现金加上进一步借款的能力，是否足以应付未来几年的需求，以掌握美好的前景。果真如此，而且如果这家公司愿意借钱到上限，则普通股投资人不用担心较久以后的事。假使投资人已经对当时的情势做过适当的评估，则未来几年如果公司发行股票，筹措资金，价格会远高于目前的水准，投资人根本不必担心此事。这是因为短期融资会使盈余增加，几年后需要进一步筹措资金时，盈余增加会推升股价到比目前高出很多的水准。

但如目前的借款能力不足，发行股票筹措资金便有必要。这种情况下，投资对象是不是有吸引力，必须仔细计算。也就是，投资人应计算：筹措资金后，盈余可能增加，目前的普通股持有人将受益，但因发行的股票也在增加，使股权稀释，利益将受损。和发行普通股一样，发行可转换优先证券的股权稀释效果，可以计算得出来。这是因为可转换优先证券订有条款，允许将来行使转换权利的价格，通常比发行时的市价高一些——从 10%到 20%不等。由于投资人不应对 10%到 20%的小涨幅有兴趣，而应寻求几年内十倍或百倍于此数的涨幅，所以转换价格通常可以不予理会，并以新发行优先证券完全转换为基础，计算稀释效果。换句话说，计算普通股发行在外真正的股数时，最好假定所有的优先可转换证券都已经转换，而且所有的可转换权、选择权等都已行使。

如果买进普通股之后几年内，公司将发行股票筹措资金，而且如果发行新股之后，普通股持有人的每股盈余只会小幅增加，则我们只能有一个结论，也就是管理阶层的财务判断能力相当差，因此该公司的普通股不值得投资。除非这种现象很严重，否则投资人不应单因财务因素上的数据而却步，因为一公司如果仍在其他十四个要点上获得很高的评价，将来可望有杰出的表现。相反的，为了从长期投资获得最高的利润，即使财务面很强或者现金很多，投资人也不应选择其他十四个要点中任何一点评价不佳的公司。

要点（14）：管理阶层是不是只向投资人报喜不报忧？诸事顺畅时口沫横飞，有问题或叫人失望的事情发生时，则“三缄其口”？

即使是经营管理最好的公司，有时也会出乎意料碰到困难、盈余萎缩、产品需求转向别处。另外，年复一年不断透过技术研究，设法产销新产品和新工艺的公司，可望让投资人获得极高的利润，投资人应买进这样的公司股票。依平均数法则，有些新产品或新工艺势将惨败，所费不低。有些则会在试车工厂最后测试阶段的早期意外延误，花费不少冤枉钱。连续好几个月，这些预算外的成本相当沉重，即使原本审慎规划的整体盈余预测值，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

终告无效。连最成功的企业，也无法避免这种叫人失望的事情。坦诚面对，加上良好的判断力，会知道它们只是最后成功的代价之一。它们往往是公司强势的迹象，而非弱势的征兆。

管理阶层面对这些事情的态度，是投资人十分宝贵的线索。碰到坏事，管理阶层不像碰到好事那样侃侃而谈，“三缄其口”的重要理由有好几种。他们可能没有锦囊妙计，解决出乎意料的难题；管理阶层可能已经心生恐慌；他们可能不觉得对持股人有责任，不认为一时的独断专行有必要向持股人报告。不管是什么样的理由，凡是设法隐匿坏消息的公司，投资人最好不要纳入选股考量对象中。

要点（15）：这家公司管理阶层的诚信正直态度是否毋庸置疑？

公司的管理阶层远比持股人更容易接触公司的资产。控制公司经营大权的人，有无数方法，能在不违法的情形下，假公济私，牺牲一般股东的利益，为自己和家族谋利。其中一个方法，是给自己——更不要说是亲戚——远高于正常水准的薪水。另一个方法是用高于市价的价格，把自己拥有的财产出售或租给公司。规模较小的公司中，这种做法有时难以察觉，因为掌控经营权的家族或重要干部，有时买进不动产出租给公司的目的，不是为了获取不当的利益，而是真心希望公司有限的营运资金能用在其他目的上。

公司内部人为自己谋利的另一个方法，是要求公司的供应商透过某些经纪商出售产品给公司。这些经纪商的股东是这些内部人或他们的亲友，没提供什么服务，但收取一定的经纪手续费。最令投资者深恶痛绝的做法，当属内部人滥用职权，发行普通股认股权。这个合法的方法，本来是用以酬奖能干的管理人员，但他们可加以滥用，自己发给自己很多股票；在立场公正的外部人眼里，奖酬数量已远超过他们的贡献。

面对这种滥用职权的作法，投资者只有一种方法能够保护自己。也就是，投资对象限于管理阶层对股东有强烈责任感和道德感的公司。这一点，“闲聊”法很管用。走笔至此，15 个要点已谈完。一家公司在这 15 个要点中，有任何一点不如人意，但其他要点得到很高的评价，则仍可视为理想的投资对象。不过，不管其他所有的事务得到多高的评价，如果管理阶层对股东有无强烈的责任感一事，令人深感怀疑的话，投资人绝不要认真考虑投资这样一家公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《克罗谈投资策略》



【美国】斯坦利·克罗（1928~　）

人们很可能会认为“职业化的专家们”会一贯地击败“掷镖者”，而且胜幅很大。但是，事实并不是这样。在持续几年的竞赛中，“专家们”胜过了“掷镖者”，但至多不过是以一个很小的幅度取胜的。因此，一个勤于思考的金融市场专业学生一定会问这样一个问题：为什么专家们常常会犯错误？而且，为什么那么多的交易者在投机行为中遭受损失？回答可能是间接的，而且常常是很难说得很清楚的。然而，如果能仔细思考一下我所称的“投机者的悲叹”，也许会是很有意义的……

我常常是独立交易，而且要通过选择。从我早年在纽约美林证券公司做客户经理开始我就懂得了独立操作的种种好处。我所学到的是如下内容：不管别人的意见如何，他们的已有专业技巧如何，去和他人共享交易策略和市场观点是很没有意义的。整个华尔街的真理是“知者不言，言者不知”。在随后的几年里，我有时有机会就投机问题发表演讲或讲授课程。我的介绍常常侧重于市场策略、战术和资金管理，而不是介绍具体的市场小道消息，即何时买入卖出或买卖哪些工具等……

也许令所有人都感到沮丧的是：“我观察到市场行情正如我所分析的那样变动，而当我最终建立我的头寸时，行情却突然逆转，向着相反的方向变动。”如果你知道了所有的交易者都会时不时地同样感到沮丧，你是否会得到一些安慰呢？这种情形从根本上讲是由于没有抓住时机以及战术错误所致，而不是其他交易者“密谋”来击败你和我。

由此可以推断出：“我常常发现自己在接近于行市最高点处买入，在接近于行市最低点处卖出。”事实上，正是那些当别人买入他也买入，或别人卖出他也卖出的投机者们没有抓住买入卖出的最佳时机，其行为汇总起来也就形成了波峰与谷底，至少在短期是如此的。

这种拙劣的时机选择的交易其后果是可想而知的：巨额损失或微幅赢利。

——引自《克罗谈投资策略》



斯坦利·克罗是一个成功的商品期货交易者，这位股票期货市场上的传奇人物，是美国著名的九大期货交易大师之一。1959 年斯坦利·克罗进入了全球金融中心——华尔街，在华尔街的几十年之中，他一直在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票期货市场上从事交易，积累了大量的经验，曾经在3年内，将自己的1.8万美元变成100万美元，并使合伙人的资金从64.4万美元变成250万美元。这一神话似的事迹被投资界誉为佳话。

斯坦利·克罗虽然在股票期货市场上游刃有余，但他是一个头脑十分清醒的人，他知道，从事商品期货交易非常不易，风险极大，稍有不慎，市场就会让你出局。因此在风险中取得业绩后，他40来岁时，便金盆洗手，急流勇退，清仓离市，携妻出国，过着富裕而无忧的生活。

在国外5年的游历中，克罗先生潜心研究经济理论及金融、投资理论，并出版了5本专著。其中，《克罗谈投资策略》是斯坦利·克罗集30年交易经验而写出的精华。它让人们知道，成为赢家并不一定要有神奇的分析能力，有时简单的策略也能制胜。技术分析方法和技术参数的灵活使用是本书论述的重点，作者还比较了股票和期货的异同，讨论了两个市场中的策略、战术和风险控制等问题。

犹如一颗闪亮的明星，克罗在商品期货市场上转瞬即逝。但是，他那闪烁着智慧之光的市场投资理念，以及行之有效的投资原则，却给人以深刻的影响和启迪。读《克罗谈投资策略》这本书就好像在与一位经验丰富的交易员共进晚宴，分享他的经验与知识。新手将从克罗先生明智的建议中受益无穷，成功的交易员也将体验到分享经验与市场知识的乐趣。





许多投资者都梦寐以求地想在期货市场中赚大钱，但大部分人都铩羽而归，怎样才能实现梦想呢？在《克罗谈投资策略》一书中，作者斯坦利·克罗讲到，他的座右铭就是“KISS”，即“Keep it simple,stupid”的缩写，意思就是说：力求简单，简单到不必用大脑的地步，不必迷信复杂的技术分析法。

《克罗谈投资策略》一书的开篇用了一个一面涂了果酱的面包片和新地毯的生动例子来解释墨菲法则。这个墨菲法则给斯坦利·克罗的启示就是，导致亏损的原因往往就在于：第一，没有设立止损保护；第二，不够谨慎而持有了过多的头寸。

斯坦利·克罗从20世纪60年代开始进入期货市场，经历了无数次惊心动魄的战役，他在该书中谈到他的成功入市经验时第一点就是：期货市场就像在非洲的原始森林，最重要的就是求生存，判断趋势错误时立即砍仓出场。

该书中克罗专门用一章来阐述自己持续获胜的市场交易策略：克罗是一位盈利头寸上的长线系统交易商，常常将盈利交易保留至少一周；他还是一位不利头寸上的短线交易商，常常在不利交易中停留不到一周。他运用一个机械交易系统，进行该系统同意的每一笔交易，除非他只能从他跟踪的四种货币中最多（为每位客户）选择二种。一般说来，除非在市场极度动荡时，他必须通过自行决定的方式拒绝某笔新的交易或从现行交易及早退出外，他不采用自行决定的方法。系统交易商的主要优势在于，如果系统工作正常，与市场步调一致的话，就能够在相当一段时期内提供一个稳定的风险回报率。

在《克罗谈投资策略》一书中，斯坦利·克罗描述自己是一位资产组合多样化的资金经理，跟踪并交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

着26种不同的期货合约，遍布全美各主要市场，外加香港和新加坡商品交易所的市场。他是一位技术交易商，使用的进入和退出信号以价格为基础。这些信号通过对每一市场所做的技术性分析产生，未经优化，且全部市场使用同样（活跃）的信号。克罗构建的资产组合包括了最大数量的多样化市场群：食品和化纤、利率工具、复合能源、谷物、肉类、金属和亚洲市场。在每一市场中，他挑选主要合约的最活跃月份进行交易。这样一个广泛分散的资产组合中，市场之间具有相对弱的相关关系。他在持有多头头寸或空头头寸间绝无偏好。在构建资产组合时，他留意在多头和空头之间实现一个客观的、防御性的平衡。

该书认为在每一市场上要运用严格的风险控制限额。典型的是每份合约的初始风险，或资金营利止损限额设置小于1500美元，而支持长期交易的确切数据则由历史验证来决定。如果止损限额太宽，会产生无法承受的高额损失；如果止损限额太窄，会使交易频率上升，每笔交易的利润下降。因此，止损限额的确定要允许交易时间有个发展伸缩的余地。止损限额于每日开盘前输入，每笔头寸每天实行一个止损限额。他在每一市场头寸上冒的风险（依据头寸大小）平均为账户资产的1.0%~2.0%。

克罗在《克罗谈投资策略》一书中还谈到有选择地运用交易止损额度。根据市场及其技术特征，他设置止损限额的依据可以是市场的变异性、交易的利润额和交易时间。有些市场历史走向稳定，他可以不用追踪止损限额。有些市场，他确信交易模型有充分的敏感性，能够对趋势变动作出适时反应。总而言之，他的止损限额设置策略允许长期交易有时间和空间进行发展。

克罗在书中告诫读者不要试图摘取天价和地价。克罗在谈到自己的经验时总结到，他几乎一直在市场中交易他的多数合约，一旦建立一个趋势跟进头寸，克罗就假定每一笔头寸其结果都是跟随大势的，并尽可能长地跟随这一趋势移动。而止损限额会“告诉”他何时从市场逆转中抽身而退。如果被过早地截出市场，而第二天市场仍旧保持原有走向，他将运用他的客观进入策略，按同一方向重返市场。克罗的新账户进入策略通常是等待新的信号。但如果他最近的一个进入信号表现为损失，他可能依据交易的天数和近期市场动态进入交易。

期货市场是一个零和博弈，90%的获利掌握在10%的人手中。《克罗谈投资策略》这本书阐述了怎样能使机会更有利于交易者的各种策略，每位投资者都能从书中找到自己在交易方面的弱点，并从克罗的经验中得到教益。



斯坦利·克罗的投资经验

很多人对斯坦利·克罗能捕捉到超级大行情相当佩服，但最关心的是他是用什么分析方法入市。斯坦利·克罗说，作为中长线的投资者应该使用长期的分析工具——周线图和月线图、季节性研究，还有一套侧重于长期的良好技术分析系统，如移动平均线，以及必备的耐性和纪律。

斯坦利·克罗的成功入市经验是：

1. 期货市场就像在非洲的原始森林，最重要的就是求生存，判断趋势错误时立即砍仓出场。
2. 只有在市场展现强烈的趋势时才放手进场。
3. 入市点：
   a 趋势反转时
   b 盘整突破时
   c 大势反弹或回吐45%~55%处

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

简单中蕴涵的深邃



自从 1996 年进入期货行业开始到现在已经过去了多年，我也从一无所知的菜鸟慢慢成长了起来，虽然还不敢说已经大功告成，但是回首当初的我，发现自己的羽毛也逐渐丰满了起来。

在学习和思考的几年中也积累了上百本证券期货投资方面的书籍，其中有很多在各个阶段给了我很多启发的好书，不过说到改变了我整个思想体系的书，我只能想起这本薄薄的小册子——《克罗谈投资策略》。

1996 年刚刚毕业的我如愿以偿地进入了期货公司，一个崭新的交易世界展现在我的面前，这个世界是如此的绚丽和多彩，以至于我完全陷了进去。我如饥似渴地学习着，从几乎人手一本的约翰·墨菲的《期货市场技术分析》到许沂光的《风险投资实用分析技巧》、《四度空间》，刘梦熊的《期货决胜 108 篇》，黄柏中的《江恩理论》等，我的理论水准和分析能力也得到了长足的提高，而这些提高也在交易的利润中体现了出来。

正当我为自己掌握了投机市场的金钥匙而沾沾自喜的时候，市场用它一贯的方式给了我一次警告——我的交易开始出现亏损，而最后一次的交易产生的损失超过了前面所有利润的总和。陷入迷茫中的我了结了所有的头寸，决定休息。在家中不停地翻看各种资料试图寻找交易圣杯的我忽然发现了在书柜一角的小册子《克罗谈投资策略》，这本书给我的影响用醍醐灌顶来形容都不为过。它给了我看待市场的另一种眼光。

书中用大量篇幅描述了杰西·利沃默的事迹和利沃默对金融投机的真知灼见，显然杰西·利沃默对克罗的影响是巨大的，而克罗也不回避这一点。

在第二章“投资策略的重要性”里克罗谈到了进入赢家圈子的基本策略，即：①只参与那些行情趋势强烈或者说行情主要走势正在形成的市场，认清每一个市场当前的主要走势并只持有符合这一主要走势方向的头寸，否则不予参与；②假定你所交易的方向与行情趋势一致，在以前或从属的趋势已产生的较大差价基础上建立你的头寸，或者把你的头寸建立在对当前行情主趋势的适度逆行位置上；③在市头寸形成有利变动时坚持持有，不要试图从反趋势交易中迅速获利；④在持有头寸的变动对你有利的时候可以适当地

---

4. 趋势分析正确时，金字塔加码。
5. 钱是“坐”着赚回来的，不是靠操作赚来的，只有用客观的方法判断趋势翻转时才平仓。

有许多期货的投资者知道相关的投资方法，但还是不能在期货市场上获利，原因何在呢？斯坦利·克罗认为投资者应该注意以下几个方面：

1. 投资者必须对自己设定的系统（必须经过时间和实战考验）有信心，而不是依个人的情绪、偏见或一相情愿的想法，想要超越、改进它。
2. 投资者必须有耐心在场外等候系统发出的操作信号，一旦建好仓位，要有一样的耐性持仓不动，直到系统发出反转信号为止。
3. 投资者必须严守原则，依照系统所指的信号去操作。
4. 如何打发长线持仓时的无聊时间也是能否长线持仓的关键，斯坦利·克罗所用的“鸵鸟政策”可以回避在大行情中段波动最为剧烈时因判断失误以致轻易出仓，不失为一个好办法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

增加所持有的头寸；⑤除非趋势分析表明趋势已经反转，并且触及你的止损价位，否则一路持有；⑥市场的走势与你预期的方向相反，则迅速逃避。

从这些赢家圈子策略我们可以发现一个问题，那就是真正的赢家考虑的不是如何去预测市场，而是如何去应对市场。而进入赢家圈子的策略也是如此的简单，并没有神秘的理论、概念和眼花缭乱的分析方式。而这恰恰是和我们在大部分书籍中、媒体中所受到的教育相反。

第十一章里所探讨的长线与短线这个问题即使是现在也还是有很多人在争论哪一种更好，哪一种更符合中国目前的市场等等。关于这个问题克罗的回答很值得我们思考。克罗认为应当运用任何一种对你工作最有效的方法来交易，他在交易中一直坚持一种双重策略，即：在盈利的头寸上他是一个长线交易商，在相反的头寸上他是一个短线交易商。如果市场朝着有利于你头寸的方向发展，那么就应该尽可能地长期地持有头寸，即所谓的长线；而如果认定你的头寸与当前的趋势相逆，损失在增加的话，就应该及早退出市场，即所谓的短线；克罗本人也正是这么做的，他在小麦和铜的交易中赚取了最大利润，持有头寸约 9 个月，而且曾经持有糖的头寸长达 5 年。

《克罗谈投资策略》是一本通俗易懂的小册子，其中不乏有趣的例子和看似平凡的深沉底蕴。它让我知道了进入赢家圈子所需要的并不是神奇的分析能力而是简单的策略，也给我面对市场的眼光和思路来了一次革命。如果我能成为像克罗一样的市场常青树，如果有后来人向我请教在市场上成功的秘诀，我将微笑着告诉他：“尽量简单！”（佚　名）



一本不可多得的投资工具书

目前市场已公开出版的书籍，足以把一个普通投资者培养成为投资大师，尤其是西方一些投资大师的心血之作，更是跨越时空、经久不衰的经典之作。这些书籍不像国内出版的部分书籍，显得急功近利。“急功近利”是个素质问题，成了许多投资者逐步走向成功的天然屏障，这一点可能连这些投资者自己都没有意识到。《克罗谈投资策略》是斯坦利·克罗先生融合了自己 30 多年的期货交易经验，潜心研究经济理论及金融、投资理论，倾力出版的第六本专著，该书自成一套分析体系，对诸多情况下的投资策略都有独到的见地，实为一本不可多得的投资工具书。到目前为止，我认真阅读了两遍，并准备继续读下去。读书不是目的，《克罗谈投资策略》对实战投资指导意义重大，投资者最好读读原版书籍。

通过阅读《克罗谈投资策略》一书我还有一些体会：

一是成功的投资不仅仅是个技术问题，而是在深刻理解市场下，通盘考虑、全面把握的策略问题，策略的核心是对利润和风险的认识和控制。目前，国内中小投资者把技术看得过于重要，投资技术不是不重要，但是它不能代表成功投资的全部。

二是成功的投资者都有自己的投资技术，投资技术与投资策略是相辅相成、相得益彰的，技术与策略的完美结合才是成功投资的关键，这一点古今中外，概莫能外。但是国内部分投资者的失败之处在于，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

些人不仅没有意识到投资策略的重要性，而且把投资技术看得过于神秘，认为学到了什么均线、KDJ 等构成的绝招就可以在市场中战无不胜，这是与科学精神相悖的，也会贻笑大方的。

三是投资者同样不要把系统交易方法看得太神秘，系统交易方法就是投资策略和投资技术的完美结合，是投资者所掌握的投资理论、经验、技术的综合反映。机构有机构的系统交易方法，散户有散户的系统交易方法，所谓“机构”与“散户”的区别实际上就是资金量大小的区别，根据资金量的大小，系统交易方法就应该产生相应的变化，希望中小投资者都能够拥有一套属于自己的投资交易系统。

四是国内部分“名人”、“权威”的浅薄令人担心，竟然把投资完全看作一门艺术，并把这些思想灌输给那些对他盲目崇拜的投资者。投资真的是赌博吗？即便是赌博，投资者也应该明白，成功的职业赌博者所掌握的东西已经超越了纯粹的赌博本身。投资集科学与艺术于一体，如果投资者能够清醒地认识到投资科学的一面，那么离成功就不远了。（佚　名）



长线暴利大师



怎样从市场中赢得财富？真理似乎很简单：永远让盈利大于亏损。具体途径即斩断亏损，让盈利充分发展。但是作为交易的铁律，对众多交易者而言，实在太难遵循了。斯坦利·克罗却游刃有余地从市场赚取了大量财富，他成功的关键在于他能够凭借精湛的技术来分析市场，然后以超人的意志坚定不移地执行交易。斯坦利·克罗从 1959 年开始就从事商品期货交易，1967 年，他建立了自己的商品期货交易公司，一直经营到 1975 年。同时，他还是几个期货交易所的成员之一。1967 年，刚过 30 岁的斯坦利·克罗借了 1 万美元，买了 3 个交易所席位自己开了一家清算公司。为了让大家知道他是很优秀的分析师和经纪商，他并没有急于投资，而是一直等到“几乎百分之百”的成功机会才把客户和朋友的钱投入，克罗认准的市场就是糖市。

斯坦利·克罗尽己所有地去研究市场、研究所有的图形，不管过去的还是现在的图形，总是看了又看。同时也向同行讨教了不少糖的操作技巧。接着，在他终于满意，认为这就是他所等待的机会时，便开始着手工作。他不休不眠地做，一天工作 12 到 14 小时——成果终于展现在眼前，他为客户和自己积累庞大的糖的多头仓位，平均价格是 2.00 美分 / 磅左右。克罗算得很精确：单是麻布袋成本加上装糖的人工就超过袋里面所装糖的价值，以那么低的价格买进，他怎么会赔？但是他没有把“墨菲定律”计算进去，市场并没有像他所想的那样往上爬，反而是继续向下，一直跌到 1.33 美分 / 磅！斯坦利·克罗眼睁睁地看着这种事情的发生，一直到接到追缴保证金通知书，这更证实了市场崩跌的事实。

这段小小的溃败过程使斯坦利·克罗输掉了约 1/3 的资金，但他仍然相信市场正处于历史性的低点，而且看到职业空头杀出的情况，未平仓合约在大大减少，再加上检查了长期和季节性的图形，寻出长期走势的可能端倪后，斯坦利·克罗对自己更有信心，相信多头走势终会来临的。市场持续走平之际，他们还是紧抱仓位不放达两年。只要不砍仓，他们就没有赔钱，损伤的只是每一个期货到期的换月的成本。最后，大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多头市场终于在 1969 年降临，市场突破长期的盘整开始上扬，多头市场持续了 5 年，并于 1974 年达到 66 美分 / 磅的高潮，丰厚的利润接踵而至。

在经历了一波期糖惊心动魄的行情，1974 年 5 月期间，美国小麦也结束了跌势，在 350 美分左右见底，连续数日放量上升近 40 美分（20 美分停板），转而下滑，一路持续，几乎将升幅全部收复，而成交量逐渐萎缩，斯坦利·克罗又重新翻看了近 10 年的小麦的图表，前面操作期糖的经验告诉他，决定性的时刻又到来了：在 360 美分左右开始大量买入，为自己也为客户。6~7 月小麦开始大幅度的上升，在 385 美分和 440 美分的两次回调时又再加码，从 360 美分到 490 美分，浮动利润已相当丰厚。

但是，此时手握巨仓已经令斯坦利·克罗感到心神不安，为了避免在价格回调时使自己惊慌平仓出场，他决定出国走走，以减轻市场对他的压力。于是八九月间他和妻子飞到了瑞士，在郊区租了一间农屋，与世隔绝，不接听电话、不阅读报纸上的商品信息。在瑞士期间，小麦的价格起伏跌宕，最高到了 558 美分，浮动利润又增加了几十万美元。回到纽约后两个星期，斯坦利·克罗又忍受不住诱惑想去感受市场的脉搏，心情又开始紧张起来，他于是决定坐船到布罗克岛和新港去游玩两个星期。再度返回纽约后，他感觉市场有些不对劲，他打电话给经纪人，要他谨慎从事，慢慢地平仓，几个小时内，250 万手的小麦多单全部出场，总共获利 130 多万美元（当时是 20 世纪 70 年代，等于现在的数千万美元）。

7 周后，市价跌去了 1 美元，这历时数月的行情是斯坦利·克罗连续多年获胜纪录的高潮：他自己个人的账户由 1.8 万美元上升到 100 多万美元，陆续加入的合伙投资者的资金也由 64.4 万美元上升到 250 万美元。平完仓当天的中午，斯坦利·克罗送给他的妻子一个惊喜——一辆非常豪华的劳斯莱斯汽车，接着他们就关闭了在纽约的办公室，收拾行李，销声匿迹江湖 5 年之久。

当斯坦利·克罗将他从期货市场的获利了结，离开市场的时候，《福布斯》杂志发表了这样一篇期货文章——《斯坦利·克罗功成身退的日子》。

1975 年至 1980 年，克罗旅居瑞士和巴哈马，研究金融市场，并写有多册专著。1981 年后他重返华尔街，并逐渐把目光移向亚洲，因为他相信 21 世纪将是亚洲的金融世纪。他认为亚洲的交易者具有成功的潜质，很有进取心，充满勇气，可能是世界上最好的交易者。但是他们也有需要克服的缺点：当市场反转时仍倾向于固执头寸，不肯止损。

斯坦利·克罗经常发表关于期货交易策略的演说，从 1983 年开始在《金融世界》上撰写期货专栏，他在《新加坡商业杂志》上也有一个一月发表一次的专栏。除《克罗谈投资策略》一书外，斯坦利·克罗还著有多部著作。其中《期货投资策略》一书内容涉及策略以及从市场攫取暴利的战术。克罗在书中告诉我们如何在市场即将发动大行情之际登上列车，并且在能力所及之范围内稳坐到行情结束，以及如何在赚钱的操作赚得更多，在赔钱的操作赔得更少。尽管现在的市场同克罗的盛年时期有所不同，新的金融工具不断涌现，逐渐成熟；计算机交易系统被广泛应用；市场出现各种各样的新理论和新技术。克罗宝刀不老，仍不断汲取新经验、新技术，努力使自己跟上市场的步伐。他开始了交易生涯的崭新阶段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二章 投资策略的重要性



在 1967 年，我收到了一封信，该信的部分内容引述如下：

"我在纽约的一位朋友寄给我 10 月 17 日的《世界糖市场通讯》，我觉得很有趣，而且也是十分有利可图的。"

摘自杰西·利沃默的引言使我想起了我已故去的不幸的父亲。当我还是个孩子的时候，我问他是如何在期货市场上获利的。他的回答是："你必须既勇敢又正确。"于是我又问："如果我很勇敢，但判断失误该会怎样呢?"他回答说："那么你就会和船一同沉下去的。"

不幸的是，他属于后者。

我与众多股票和商品投资者所进行的交谈是我这项职业中令人愉快而又有价值的一面，这些多种多样不同的联系与接触持续了 30 多年的时间，一个不断重复的主题似乎就要出现了。即便是最不成功的交易商也曾偶然地发现过市场上存在着获取巨大利润的可能性，尽管这种机会很难把握，但却是实实在在地存在着的。如果你总能够避免大失败所造成的相当的危害，你就应抓住机会实现利润。

但是，你如何才能避免这种对于世界范围内的金融投机者而言相当普遍的大失退? 或者如前边引述的信中比较尖锐的话，你如何才能避免"和船一同沉下去"呢?

自从人们聚在一起进行石板、斧子或是一些吃的或穿的东西的易货贸易时，就已有了所谓赢家和输家。然而，尽管存在着很明显的潜在利润以及较高的杠杆效应，大多数投机者，包括许多专家，都是以输家而告终。

除了那些虽然只能赚取微利，但交易重大而且只需支付几乎可忽略不计的佣金或结算费用的少数专职操作者外，持续高利交易商多为长期头寸交易者。他们常常是追随市场行情趋势的人。

至于我自己，很幸运地在几次大额头寸交易中进行了正确的选择，从而获取了高利。这些头寸中有的持有期长达 8 个月或 10 个月，其中有一笔头寸，如本书后面将提及的，持有期长达 5 年。

在每一个努力进取的领域中，一流的、可行的策略都是成功不可或缺的一部分。这种策略在金融投机领域的重要性绝不亚于其在马拉松比赛、网球锦标赛、象棋比赛或公司收购中的重要性。这一共同的特性存在于下述事实中：成功或胜利既涉及技术方面也涉及策略方面的考虑，当代众多的投资者在其交易或进取的技术方面可说是不分上下的，而区别那些赢家和未能成为赢家的人的主要依据是看其是否一贯地、有约束地运用着一流的和可行的策略。

正确运用良策在股票和商品投机中尤为重要。的确，我们都知道那些最基本的规则。想想那些无论进行过多久的交易也未曾经历过一次赢利年份的交易商吧。然而不幸的是，这类交易商却占有很高比例。尽管他们也曾听过，甚至能够逐字地背诵出一些已经经过验证而且是正确的公理："趋势是你的朋友"，"减少你的损失并尽可能地扩大利润"，"第一次损失是最廉价的损失"，诸如此类。这些能制胜的策略有着最基本的形式，也许所有的交易商都能记起来。但是，一方面持续的赢家能够一心一意地坚持遵守这些制胜策略，另一方面，持续的输家却一心一意地违背、避免运用这些策略。

下面所总结的一些对策和策略，是你们避免彻底失败，能够骄傲地列入"赢家圈子"所必需的。下面的内容构成了基本策略的精华：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(1) 只参与那些行情趋势强烈或者说行情主要走势正在形成的市场。认清每一个市场当前的主要走势并只持有符合这一主要走势方向的头寸，或者是不予参与。

(2) 假定你所交易的方向与行情趋势一致，在以前或从属的趋势已产生的较大价差基础上建立你的头寸，或者把头寸建立在对当前行情主趋势的适度逆行位置上。

在这方面，必须注意的是如果你看错或忽略当前市场的主要趋势，不顾不可救药的熊市而买入或不顾势头强劲的牛市而卖出，多半会遭受损失，同时也会感到很愚蠢。

(3) 追市头寸可以形成很有利的变动，因此你应当坚持持有该类头寸。由于存在着追市头寸的有利变动这一前提，你应当忍受任何微小的趋势的变动，不要轻易的对该变动进行频繁交易，或者试图从反趋势交易中迅速获利。

(4) 一旦所持有头寸的变动方向对你有利，而且你的技术分析也对这一有利的趋势变动加以证实了，你就可以在某些特定条件下增加所持有的头寸（金字塔）。

(5) 除非趋势分析表明行市已反转，你的指令已被截住，否则你应当保留所持有的头寸。在那一时点上，如果你对行市十分注意，你应针对最新形成的趋势对原持有头寸进行对冲（以后章节将对解除持有头寸的策略进行具体而详细的探讨）。然而，如果你对冲了头寸，而其后的市场行为表明主趋势仍然存在，而你的对冲行为过早了，此时你完全应该重新建立符合主趋势的头寸。但是，这样做时务必要认真而客观，运用诸如本书其他地方所讨论的那种方法来建立追市头寸。

(6) 但是，如果行市与你预期变动方向相反，那又该怎么办呢？首先，你怎么才能知道该头寸的持有是错误的呢？如果你不能弄清楚，那么每日权益状况就能以某种不特定的方式“告诉”你。遵照大拇指规则，投资于股票交易的保证金比例不应超过 40%，而对于期货交易则不宜超过 70%。

狄克逊·瓦兹，本世纪一位著名的商品投机者曾说过：“迅速逃避或者什么也不做。”他也许有很雄厚的资产，或者是一个很能以苦为乐的人，从而说出“或者什么也不做”这部分内容来。我的建议是除了“或者什么也不做”以外，可以采纳他的其他的主张。最后还要强调的是，尽管投机的成功最重要的因素是一致的、可行的策略，此外还需要三个增加的重要内容：约束，约束，还是约束。本书的剩余部分主要用来表明和证实上述主题。我可以公然宣称，从个人的（也是痛苦的）经历看，每当我粗心地或很愚蠢地偏离这些主旨时，我就会遭受损失。在另一方面，毫不令人惊奇的是每当我根据这里所给出的战术和策略进行操作时常常会赚钱，因为这些都是永恒的指针。



第五章 孙子（2500 年前）所著《孙子兵法》和交易制胜艺术（公元 1994 年）

有两本书我曾一再阅读，至少每本阅读有五次之多。第一本就是《一个股票交易者的回忆录》，书中描述了交易策略并且对杰西·利沃默进行了探讨。很显然，利沃默对于该书的任何一位读者都不再陌生了。另外一本书

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就是孙子所著《孙子兵法》，该书较利沃默而言更为深奥难懂。这部著作是2500年前的一位富有传奇色彩的中国将军所著。这本书最初是作为战场制胜的论文而做的，如果你只从字面上阅读该书，会发现这本书中的故事是关于武装的军队、火攻、古老的兵器以及2000年前的战役对策的。但是，人们现在阅读并在世界范围内加以研究的这本著作的意义早已超过了其最初创作时的意图和目的。

《孙子兵法》可称得上是当代最具影响的有关策略方面的著作，在过去的2000年里在亚洲，不仅是军事领导和军事战略家，现代的行政长官和政治家也在满怀激情地研究此书。比如在当代日本，领导者们把这一古老的经典著作令人惊叹地成功地用于现代商业和政治中。实际上，许多人都觉得战后日本的成功是孙子一句名言的真实写照，这句名言是："不战而屈人之兵，善之善者也。"

除了政治外，《孙子兵法》广泛地用于具有普遍意义的竞争上，从人与人之间的竞争到国与国的竞争各种不同的层次。其根本目的是通过通晓物理、政治、矛盾心理学，尤其重要的是了解自己本身来达到天下无敌、不战而胜以及获得不可战胜的力量。

读《孙子兵法》，应以道家那种讲究精神的传统为背景，此书可作为对人性洞察力的源泉，以及解释是什么使某些人成功，而另外一些人却失败了。道家认为生活本身是各种相互作用的力量的复合物，从而促进了物质上和精神上的进步。最重要的是，《孙子兵法》是一种工具，它有助于理解冲突与转变的真正根源，有助于理解约束和耐心以及成功与失败。很肯定地说，这是一段最为雄辩而又引人注目的表述。但是，我们的兴趣是在金融方面，而不是政治或社会方面。因此，让我们再读此书，看一看其对股票及商品投机者有何指导意义。

大约2500年前，孙子写道：知彼知己者，百战不殆。

其实，你在这些金融市场上运作的时间越长，你就越可能把这些市场视为巨大的战场，把交易视作战斗、战争。尽管并不存在着弓箭手和剑客们埋伏在下一个山头准备切断你与主力的联系，但在金融舞台上，你会发现自己处在一种异域的、不友好的环境中，其中有许多参与者随时准备把你同你的资金与自信心分离开来。因此你必须对市场有一个全面的了解；具有相当水平的经验只是整个战斗的一部分，你还应不断回想自己的行为，以便从以前的各种战斗中汲取有价值的经验教训。事实上，单就把市场看成"战场"这一描述上看，也进一步证实了人们对引用孙子兵法的信赖程度。正如孙子所说，你必须"知己"，而这一点在金融投机中是再重要不过的了。

孙子曰：夫未战而庙算胜者，得算多也；未战而庙算不胜者，得算少也。多算胜，少算不胜。

你是否注意到这样一个事实：当你稍微提前准备建立或对冲头寸时，如果这一行为是建立在谣言、传说或小道消息上，较那种事先估测所知道的事情的每一个方面并把决定建立在对所有因素细致入微的研究上的情形而言，成功的可能性要小得多，当然，在我自己的交易中我已经注意到了这一事例。

孙子曰：夫钝兵挫锐、屈力殚货……虽有智者，不能善其后矣。

除非你感觉财力雄厚并有信心能控制事情的结果，即能带来高利或仅遭受小损失，否则你就不要进行交易或做出投资决策；而且，如果你在这次战役中未能获胜，但你有信心，知道总体而言，你能够成功，那么你就应继续进行另外一次战役。

孙子曰：兵之情主速，乘人之不及。

如果你在市场上进行交易，不管你是日交易商还是头寸（长期行为）交易商，一旦你从你所使用的任何一个时机选择指标中获得可操作的信号，那么你应毫不犹豫地进行这次交易，而且要迅速。当别人还在等着找出某一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

特定的行情变动发生的原因时，你应当已经处在市场中，下达了交易指令，并按照你所采用的策略行事。这是一种快步的竞赛，你必须勇敢，并且一旦你的信号“指示”你采取行动时，你就立即执行。这不是犹豫或害怕的时候，不要怕犯下错误，因为你的止损指令不会使你遭受很大的损失。但是，如果从你所相信的技术分析方法中你得到了确凿的交易信号，你仍感到害怕，这样是没人能帮你的。

孙子曰：故杀敌者，怒也；取敌之利者，货也。

每当我经历一场艰难而漫长的战役，而我的决策又很聪明（或说很幸运），我常常奖给自己一些能带来满足感的有形物品，这可能是一次比较特殊的晚餐，或像最近，我从自己所赢得的一场高利交易收益中买了一架我向往已久的照相机。这一策略的最集中表现恐怕要算下面这件事了：当我持有的巨大的铜的多头头寸在经历了长达9个月的市场涨跌之后最终赢利时，我买了一艘漂亮的46英尺内燃机发动的帆船。当最终结清该头寸并一次性支付帆船买价时，我的满足感真是不胜言表的。

孙子曰：防患于未然，防微杜渐。

当你仍在进行纸上交易并准备你的策略时，在你安静、安全的办公室里计划着金融战役是更为容易的。整个战役的每一方面都应加以研究和估算：如果价格上涨……如果价格下跌应该做些什么？在哪方面以及怎样增加头寸（金字塔）……在哪方面以及怎样减少头寸的规模？如果所待头寸变得不利，你是立即解除该头寸，或者你会再次进入市场持有反方向的头寸？交易的这些以及许多其他方面都应在巨大的金融风险形成之前提前分析并估算出来。提前在纸面上做这些分析是很容易的；但一旦你承担了责任，投入了资金和自我，这些要做起来就相当困难了。

孙子曰：强身而不为其所困，养心而不为其所扰，处世而不为其所侵，谋事而不为其所患。

一般，除非无论从心理还是从身体上我们都感觉很好时，我们进行交易是不能达到最佳效果的。一个人处于近乎最佳状态时并不是最好的。交易成功，就如同体育竞技、音乐演奏或棋类比赛要取得成功一样，需要一个人达到心理和体力上的最佳状态，注意力集中以及有约束能力。如果你不具备上述条件，你应当清楚，在此情形下，你应处在市场之外直到你清楚地知道你已达到了自己的最佳状态。同样、不要让外界影响干扰你交易上的注意力。有一篇介绍我交易方式的文章曾提到我有一次竟忽略了在我的办公楼举行的消防训练；事实是当时我完全被市场上所展开的激动人心的交易事件所吸引，猜测着我对各种不同的市场上发生的事件的可能反应。

孙子曰：故善用兵者，避其锐气，击其惰归，此治气者也。以治待乱，以静待哗，此治心者也。

与此相应，我要讲一下利沃默曾描述过的一件事：他的一位自命不凡的交易伙伴决定从其市场利润中为其女友买一件皮外套。他连续几次遭受损失之后，另一个人接受了这一挑战并试图“赚得”这件外套，但他也同样失败了。最后，这一群人中的其他人也都这样尝试了，但他们都遭受了同样的命运并最终放弃了这项计划。总的结果是，这件$2000的外套总共花费了他们大约$40000，而且到了最后这件外套仍未能买成。靠推测就能赚钱并不容易；但是当你以一种有防备的、超然的以及完全的注意来取得这一想要得到的东西时就会相当可行。如果你想得到乐趣，过得高兴，做点别的什么事；但一旦你在市场上操作时，一定要严肃认真，按逻辑办事。

最后，孙子还告诉我们要保持客观，以冷静的态度估计事物情形，以及经过认真计划的行动所具有的优势。

让我们再回来看看利沃默对于当代交易策略的类似解说。

能够判断准确并且坚持自己的判断的投资者是不同凡响的。我发现这是最难学会的事情之一。但只有市场操

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

作者紧紧掌握这一本领他才能赚取高利。一个经过训练的交易者要赚取百万美元，较对交易一无所知的交易者赚上几百美元要容易得多，这句话确实道出了真理。



第八章 为什么说不存在“坏”的市场

一位职业交易员写给我的一封信有着很重要的作用，因为信中涉及本章的主题。

我们所到过许多抱怨的话，说在当期市场交易非常困难。当交易者们所使用的技术和计算机系统显示出趋势“反转”时，当然，大多数交易者很快会根据“新趋势”持有头寸，但这时市场又突然再次逆转，向相反方向变动。看起来坏行市是不断重复涌现的，而且其发生的额度在增加。交易者在这种情形下，该如何做呢?

这类情形许多交易者都曾经历过，他们变得很迷惑，很想知道如何对付这些“坏”市场。当一个投资者赚钱时，他会把这种成功归于技巧、超人的敏锐和聪明的时机选择。但一旦他遭受损失，他往往这样开脱：市场很可怕，波动过大而且变动频繁。投机者往往忽视或否认交易遭受损失的真实原因。

为什么我们不敢承认我们在市场趋势判断上、交易时机选择上、止损指令或市场对策上犯了错误呢。只有坦率地承认这些，才能真正发现我们是在哪些地方以及是如何犯了错误的，才能知道如何在以后避免这些错误。

期货市场的一个普遍的事实是，除了一些偶然的、不常见的较短时期外，整个市场及价格走势本身说不上是好还是坏，也说不上是正确还是错误，而是交易者本身的好与坏，或更具体地说，是交易者本身的正确与错误。这一普通评论也许可以适用于50个世纪以前商品交易刚开始的时候了。即便在那古老的年代里，那些赢家也很可能称市场为“好市场”，而那些输家称之为“坏市场”。

事实上，在一个变动频繁而随机出现的趋势下，会有各种不曾料到的逆行，然后又是从一个逆行到另一个逆行，此时，坚持有约束的客观的策略比任何其他时候都显得更为重要了。我们都曾一次又一次地遭受价格波动上的损失，但重要的是不要被这类情形弄得灰心丧气或者不再果断行事了。

在1993年大部分时间里，尽管我尽最大可能地坚持“按规则”操作，但我还是在所持有的大量NIKKEI期货头寸上失败。在1993年4月至9月这段时间，我卖空了一笔3月份NIKKEI期货，期望市价暴跌。我本该注意，但却忽视了当时的市场正被锁在一个横向市场上，价格波动被束缚在20000和21500的范围内。在我几次尝试想跟上趋势而失败后——现在回想一下，我当时未能跟上趋势并不奇怪，因为根本就没有任何趋势可以追随，或说得更准确一些，趋势是一个横向市场，我本该在横线上等待——不管怎样，到了10月中旬，我早已看厌了报表上到处可见的红字，于是为安全起见我选择在横线上持有NIKKEI头寸，不参与交易，那时恰好就在整个市场最终暴跌之前不久，是1993年10月的最后一个星期，只是在一个很短阶段，从20000跌至16000，而我在横线上难以置信地看到了这一切。

然而，在这些令人垂头丧气的困难时期，总是有许多头脑清晰而有约束力的操作者的账户升值很高，在大多数横向市场和趋势不明显时期没有小赢利。交易者不得不面对的众多心理问题之一，用正确或错误的术语来讲，是两种基本人性情感，即希望与害怕的潜在冲突。

a交易者A追随主（看涨）趋势买入大豆期货，具有较高的账面利润。但他在第一次反弹时就卖出了，他害

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

怕如果继续持有多头头寸而市场逆行看跌，那样就会损失其利润。

b交易者 B，在另一方面，不顾主趋势卖空大豆期货具有很小，但有可能增加的账面损失。他很可能持有具有账面损失的头寸，希望市场会逆转其主要看涨趋势（也许并不需要逆转，但至少在他以及像他一样的别人坚持空头时，市场行情开始看跌)。在他满怀希望的同时，市场继续其主要看涨趋势而他的损失继续增加。

我们都经历了希望和害怕这两种主要的情感，只是方向正好错了 180 度。持有具有账面利润的多头头寸的交易者 A 本应坚持自己的头寸，希望有利于他的行情变动会进一步在同一方向上变动、增加其利润。而另一方面，对于持有反趋势不盈利头寸的交易者 B 而言，他应害怕不利的行市会继续（也常常确是如此）而损失会继续增加(这也常常会发生)。

行市与天气有许多相似之处，该是怎样就是怎样，人们对此无能为力。或者，正如马克·吐温曾说过的：“每个人都谈论天气，但没有人对此做些什么。”因此，如果天气看起来像要下雨，不管你喜欢与否，你都要穿上雨衣带上雨伞，因为天气就是那样的。

相似地，如果市场趋势看跌，你就卖空或站在一边；如果趋势看涨，你就买入或站在一边——因为你根本无力改变市场的基本趋势方向。你或者追市，或者遭受试图逆市而做的各种损失。

有时也会出现下述情形。当市场趋势是下跌的时候，你持有多头头寸，但你设法最终赚了钱。或者，市场趋势看涨，你持有多头头寸，但最后你却遭受了损失。这些经历是否与一再提到的追市策略相矛盾呢？一点也不。每一规则都会有例外情形，那些交易例子，即逆势而做赚了钱，或追势却赔了钱，不过仅仅是例外情形下的一些事例而已。同样地，你可能见到过某个高尔夫球选手双手持棍方向错了却能把球轻轻打入洞里。难道这意味着这就是打高尔夫球的方法吗？根本不是这样的。这样做只不过成功了一次，但如果他在一段时期内试图仍用这种噱头打高尔夫球，其结果毫无疑问将是另一种情形。

当交易结果变坏时，只不过是人会变得灰心丧气。尽管你的意图很好，而且你也尝试着用一种客观而有约束的方式来交易时，但大多数交易却遭受了损失。我们，包括我自己，都曾有过这种情形。我发现在这种时期，最好的策略是结清所有头寸，远离市场，直至你能使自己头脑清醒，并使你的态度更加确定。你可以肯定，当你再回到市场采取行动时，正是时机。我想起了迪克森·瓦特讲过的一个故事（迪克森是 19 世纪一位著名的老资格的棉花交易商），当一个声称其所持有的巨大头寸使他夜不能寐的交易商向瓦特求教时，他提出一条切中要害的建议：“把头寸卖出到你能睡个安稳觉的水平。”

到现在这也仍是一条好建议。



第十章 风险控制和约束：成功的关键

在丛林中，所有的生命，不论大小，第一位的要求都是生存。这对金融投机商们也同样适用，只不过生存对我们而言意味着“风险控制”和“制约”而已。追逐利润固然重要，但即使是这一基本推动力如果与风险控制和约束这一对必要条件相比较，它也要退居其次。

苏格兰人有句老话：“把便士放在心上，英镑就会照看好自己。”推及金融投机可以说成：“把损失放在心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上，利润就会照看好自己。”

有许多好书细述了我们这个时代权威的资产组合投资商的投资策略的技巧。许多天才的女士和先生，他们有着多种详细的账本，他们的投资业绩使他们在各种投资领域成为备受赞誉的专家。研究这些账本，人们会为这些“资金管理人”和“市场奇才”专业知识的多样化所震动：股票投机、长期价值投资、短期投机、期权策略、货币或债券交易等等。实际上几乎每一位专家进行其个人操作时，与其他人都非常不一样，很难在他们的专业行为中发现一丝共同之处，但除了一个例外。

这些交易商中的每一位都承认：风险控制和约束当然是他们全部成功要素中两项最为重要的内容。这也是唯一一个他们全部认同的因素。

显然对每一位阅读此书的投资者而言，无论他或她效力于何种领域的投资，持续并成功地进行投机的最重要战术是控制损失，也叫做风险控制和“按原则交易”的约束。如果能控制住损失，让盈利增加（这不容易达到），你就能成为永久的赢家。

我们寻求的是一个系统的、客观的风险控制和制约的方法，它将包括下述三方面内容：

（1）限制每一交易头寸的风险。

一种方法是确立每一市场的最大损失限额，比方说资本金的 1%到 3%，精确的数目则取决于账户规模的大小。对小额账户来说，将损失限制在资本金的 1%可能不具有实际可操作性。因为止损限度太紧的话，由于市场价格受各种因素左右上下频繁波动，可能使你遭受一连串损失。确定限额的技术没有什么神奇的地方，它仅仅是帮助强化约束力，用一种客观而系统的方式来控制损失。

另一种方法是让每笔头寸的风险与各自交易的最小保证金数额相等，将风险限制在这些保证金的一定比例内。让可承受的风险与保证金的一定比例相等是一种合理策略，尤其对期货交易来说更是这样。期货交易的保证金是按每次交易来确定的，一般与各市场的变异性相关联，并间接地与各市场的风险／利润潜力相联系。例如：芝加哥期货交易所（世界主要的谷物期货交易所），5000 蒲式耳的大米期货合约保证金要求是 675 美元，而 5000 蒲式耳大豆期货合约保证金要求是 1650 美元，这是因为大豆市场是一个更具变异性和野心的市场。如果你风险额限制在保证金的 60%，那么你在大豆合约上冒 20.50 分的风险，只能在稻米上冒 8.25 分的风险，这是因为你在大豆市场上的盈利潜力高于稻米市场。

股票交易商可以依据投资价值来限定投机交易风险，但精确的数字要依据股票的变异性来确定。对于更易变动的股票需要松一些的止损限度，限额可以定在投资额的 15%至 20%之间。这样一笔 30.00 美元的股票交易，止损出场损失限额在 4.50 美元至 6.00 美元之间。

交易商不应将超出资本金三分之一以上的资金用于投机交易账户，做持有头寸的保证金。而应当留有三分之二作为储备，持有生息，充当缓冲层。如果账户中的资产下降，应当寻找机会缩减头寸，以便维持书中建议的三分之一比率。

（2）避免过度交易。

这项劝告不仅适用于过度交易行为（如挤油交易），也适用于相对于账户资本金而言过大的交易头寸。如果你过度交易，过度注重短线投机，或在股市第一次出现反向摆动时就让你追交保证金的话，你不可能成功地进行交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(3) 截断你的损失。

任何时候你建立一个投机交易头寸之时，都应当清楚地知道哪儿是你的退出点（止损点），在哪儿你应当给你的经纪人下达止损订单。有经验的交易商，他们坐在联网的监视器前，心里都有一个约束点，在看到价格达到平安退出点时立即平仓。他们或许并不想真的给场内下达止损指令，尤其当他们持有大量头寸时。因为这可能会是一块磁铁，吸引场内交易商的注意去撞击这一止损价格。这儿的关键在于约束，不下达止损订单不应被用作过度滞留于市场的借口，也不应当被用作耽误在止损点清盘的借口。

如果建立的头寸从一开始就逆你所愿运动，下达正确的止损订单，可以使你在合理的损失范围内退出市场。但如果市场开始朝有利于你的方向运动，给你的账户带来了账面利润，你又该如何对待止损保护呢？你自然想采取某种策略来推进止损价格，在市场发生逆行的情况下，不至于将账面上可观的利润转化成为大额损失。这里的格言就是：“不要让可观利润变成损失。”但究竟如何动作呢？建议的一项策略是：在每周五收盘后推进你的止损价格（如果是买空，则提高止损价格；如果是卖空，则降低止损价格），数额大小相当于本局价格有利移动量大小的 50%。例如，如果你是卖空黄金，黄金市场一周内下降了 10.00 美元，那么你应当在周五收盘后降低你的买入止损价格 5.00 美元。但如果市场在某一周里逆你所愿运动的话，应当保留原有的止损价格战术。最终，市场总会逆转而将你截出。如果你已经受益于一次有利的价格运动，你将能够把止损价格推进到一个无损的止损点，并最终进入一个盈利的地位。



第十一章　长线与短线

常有人问我，长线和短线交易相比较，哪种更有利可图。显然各种方法都会有赞成和反对两方面的意见。我的回答是：你应当运用任何一种为你工作最有效的方法来交易。

我在自己的交易中一直坚持一种双重策略，即：在盈利的头寸上我是一个长线交易商，在相反的头寸上我是一个短线的交易商。如果市场朝有利方向移动（你所持有的头寸与当前趋势一致）的话，你的交易头寸是有利的，可以尽量长时期地持有头寸。不要试图只在天价和地价才进行交易，因为这样做，整个交易不具有连续性。但如果你认定你的头寸与当前趋势相逆，损失在增加的话，就该及早退出市场。

有利的头寸应持有多久？能多久就多久。在小麦和铜的交易中我赚取了最大利润，持有头寸约 9 个月。我曾经持有糖的多头头寸达 5 年之久：当然，在每次合约期满之前，我必须滚动多头地位，有时候在市场发生极度逆行回落时止损出场，但总是尽快地返回。

市场如果看来比以前更难赚取丰厚的长期利润的话，那么这一缺陷与市场的关系少，而与运作者本身关系大得多。

从事证券和商品交易的大多数技术交易商们越来越重视短线交易和微观定位交易，主要原因有以下两方面：

a. 巨额投机资金被抛入市场，同时市场又缺少足够的深度和机构参与者来吸收注入的巨额指令，从而使市场价格变动表现出更大的易变性和随机性。

b. 强大微型计算机和软件程序被广泛使用使短期交易顺利进行，这使许多技术操作者认为，这是交易场所和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

较优交易途经的新潮。

的确这是一个使用计算机来一点一点绘制图表的时代，它与当前行市联网，在每一交易节的每一时刻及时进行数据修订。任何交易商只需付出适当的月度费，就可以得到一份5分钟（或不到5分钟）的条形图，图中插入有你想要的任何技术指标，通过交易商的彩色监视器迅速连续地闪现，或是用硬盘复制下来。试想一下，仅仅依据一个在交易节的单独的30分钟片断中形成的“三顶”形态来进行交易就可以了。

最近我得到一个这种微观分析的生动事例。一个交易商打电话给我说，他在恒生期货行情中认出一个“头肩”顶形态，问我是如何看待的。我只能回答：“你所说的是什么样的头肩顶形态？”“你所说的是个什么样的市场？”实际上，我一直在观察他所指的那个市场，该市场牢固树立着坚挺和活跃的上升趋势。我在其中做了多头，没有发现任何与顶形形态点滴相似的迹象。在我的进一步询问下，这位先生承认他所说的顶形形态只在那天上午的短时间内出现过。我提醒他，他观察到的是持续强劲牛市中出现的极微小的价格并合，我对他所分析的内容没什么印象。我建议他找个合适的点买入，而不是卖出。市场的变动方向显然和我的估计一致，到闭市时，我们又记录一个新的高位。这位交易商所说的三顶形态已被隔断，就好像从来没存在过一样，而它的确不曾存在。

这位交易商使用的微观定位方法进行的短线投机，与长期头寸交易的方法恰好相反。长期头寸交易为持续的获利及限制风险提供了最佳机会。坚持着重于长期趋势的交易策略可以避免受隔天市场“噪音”的影响而分心，确保对市场趋势有良好的调整。那位坐在5或3分钟的点图前的交易商又如何能够对市场有个平衡的洞悉呢？对他来说，3或4个小时就是长期了。

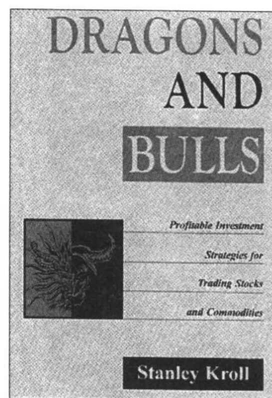
在我所进入的大多数市场中，我发现重阅长期图表非常有用。长期图表是指周甚至月度的条图。对长期趋势的观察使我对市场活动有了一个更平衡全面的了解。有时我也疑惑，相对于那些跟从短期的5或10分钟，甚至是点图的人而言，到底会有多少人看这种长期图表和指标呢？我看不会太多的。

在交易策略中融入短期和长期技术。

对于进取型和有经验的交易商来说，这种交易方法很有意思。它将短期和长期指标包含在一个可行的交易方法之中。

但我在开始时要强调一点：这项技术不是对所有交易者都适用，尤其是不适用于初入市者和经验不足的人。

第一步是鉴别每一市场的主流趋势，对这一问题可以说有多少交易商，就会有多少种不同的趋势鉴别技术。实际上许多操作者仅仅通过对图形的主观观察来确认主流趋势的方向。这对于富有经验、训练有素的操作者来说很有效、很准确，但对大多数观察者而言，这种方法太过主观和自行其是啦。大多数交易者都带着某种程度的市场偏好。比如说我就承认自己偏好买空大豆期货，如果给我一种中性的趋势分析结果，我会更倾向于买而不是卖。本文中我们要寻找的是一种中性的、无偏好的、客观趋势分析方法。



《克罗谈投资策略》
英文版封面

在开始这项讨论之前，我应当指出书中列出的准确的移动平均数据不是我个人专用的。列出它们仅仅为了说明需要，它们接近或代表了许多成功的交易商所使用的移动平均数据。每一位交易商都必须对他自己的技术方法进行测试，衍生出相应的最适用于他的交易目标和交易风格的指标及公式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一些交易商采用一种简单直接的长期趋势鉴别方法，即将 50 天的简单移动平均与每日收盘价条形图对比。这种方法的使用如下：

(1) 显上升趋势的条件：

① 价高于移动平均线；

② 线向上倾斜。

(2) 显下降趋势的条件：

① 价低于移动平均线；

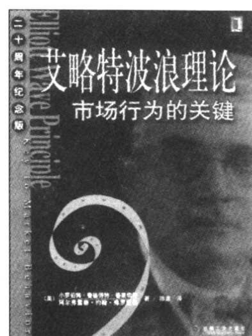
② 线向下倾斜。

趋势鉴别的方法多种多样，有一些极为复杂。但上述方法极为简单，效果却比其他复杂方法更好。这一方法的另一优点在于它是客观而完全没有偏好的。作为一种数学方法，它简单明了。但横向市场显现出无方向的移动平均线，它与价格线近似相等。这种市场被认为是横向的（价格水平运动市场），应当避免使用上述方法。

我们现在有了一种客观的数学鉴别趋势的方法，可以用于把下列原则公式化：

在上升趋势中，只持有多头头寸，或不入市。不持有空头头寸。在下降趋势中，只持有空头头寸，或不入市。不持有多头头寸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《艾略特波浪理论》



【美国】小罗伯特·鲁格劳特·普莱切特（1949～ ）

在20世纪30年代，拉尔夫·纳尔逊·艾略特曾发现股票市场指数以可识别的模式趋势运动和反转。他辨认出的这些模式在形态上不断重复，但并不一定在时间上或幅度上重复。艾略特分离出了13种这样的价格运动模式或“波浪”，它们在市场数据中反复出现。他给各种模式一一命名，逐个定义，分别图解。他随后解释了它们是如何连接在一起，形成它们自身的更大的变体，以及它们是如何依次相连形成大一级的相同模式，依此类推，从而产生结构化的价格行进。艾略特称这种现象是波浪理论。尽管波浪理论是现存最好的预测工具，但它主要不是一种预测工具；它是对市场行为的细致刻画。不过，这种刻画的确传达了有关市场在行为连续统一体中所处位置，及其随后的运动轨迹方面的学问。波浪理论的主要价值在于它为市场分析提供了一种背景。这种背景既提供了严密思考的基础，又提供了对市场总体位置及前景的展望。在很多时候，它识别——甚至是参与——市场运动方向变化的准确性让人难以置信。人类群体活动的许多方面也显示出了波浪理论，但它在股市中应用得最广泛。不管怎样，相比人类的生存环境，股市确实比它展现在普通观察者面前的，甚至那些依靠股市谋生的人面前的重要得多。股票指数的总体水平是对人类总生产力普遍价值的直接和迅速的衡量。这种有形估价的深远意义将最终使社会科学产生变革。

——引自《艾略特波浪理论》



1953年，汉密尔顿·博尔顿曾经说过：“对于每100位已经听说过道氏理论的投资者来说，很可能没有一个知道艾略特波浪理论。”如今，人们已经意识到波浪理论的重要作用。自波浪理论的奠基人拉尔夫·纳尔逊·艾略特较完整地形成波浪理论以来已经过去了数十年，世界知名的波浪理论学者小罗伯特·鲁格劳特·普莱切特在波浪理论的发展史上功绩不可磨灭，他被称为“股票市场历史上首要的市场时机选择者之一”，这位“冠军市场预测家”不仅是“艾略特波浪研判的世界领袖”，而且是“美国第一流的艾略特波浪预测法的倡导者”。

1978年，小罗伯特·鲁格劳特·普莱切特与阿尔费雷德·约翰·弗罗斯特合作出版了《艾略特波浪理论》，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当时道琼斯指数处于 790 点。尽管评论家们立刻认定这是一本关于波浪理论的权威教科书，但它还是因为几千本的差距与畅销书排行榜失之交臂。然而由于人们对这本内容引人入胜的书的兴趣不断增长，这部波浪理论领域内的经典著作在历史的考验中获得了肯定。此后，几乎所有的股票分析书籍在谈到波浪理论时，总免不了要引用这部著作中的图表和论述。

在《艾略特波浪理论》一书中，普莱切特将过去几年里的波浪理论的最新进展作了全面的总结，并将其贯穿在每个章节之中。该书是关于艾略特理论的杰出的权威著作，值得所有对波浪理论感兴趣的人一读。著名的投资理论家柯林斯认为该书使他第一次真正理解了艾略特波浪理论，普莱切特过去成功运用的所有方法在该书中都有详尽的描述。





小罗伯特·鲁格劳特·普莱切特和阿尔费雷德·约翰·弗罗斯特是艾略特理论的热心学者，而那些希望用艾略特的发现及其在投资中的成功应用来获利的人，将会发现他们的著作很值得一读。

《艾略特波浪理论》是如此一本重要的、迷人的，甚至引人兴奋的著作，所有严谨的市场学者——无论是基本分析人士还是技术分析人士，在处理股票、债券和商品期货时都应当读一读。该书共包括两个部分：第一部分是艾略特理论的内容，第二部分则是艾略特理论的实际应用。

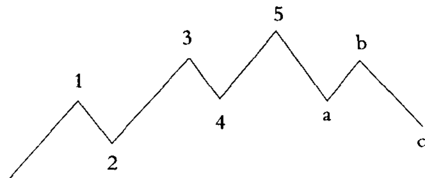
波浪理论的创始人拉尔夫·纳尔逊·艾略特认为社会、人类的行为在某种意义上呈可认知的形态。波浪理论是一种具有特殊价值的工具，具体表现在其普遍性及精确性上。说它具普遍性，是指我们可在许多有关人类活动的领域中运用到它，且许多时候有令人难以置信的效果；说它具有精确性，是指在确认以及预测走势的变化上，其准确性令人叹为观止。这是其他分析方法所难望其项背的。当时，准确地说在美股见底之前的半个小时，艾略特就预言，在未来的几十年将会出现一个大多头市场。他的这项预言，与仍然弥漫着熊气的市场截然相反。其时大部分人都不敢想象道琼斯工业平均指数会超越它在 1929 年所创下的最高点（386 点）。但是，事实证明波浪理论是对的！

利用道琼斯工业平均指数作为研究工具，艾略特发现不断变化的股价结构性形态反映了自然和谐之美。根据这一发现他提出了一套相关的市场分析理论，精炼出市场的 13 种形态或所谓波浪。在市场上这些形态重复出现，但是出现的时间间隔及幅度大小并不一定具有再现性。而后他又发现了这些呈结构性形态之图形可以连接起来形成同样形态的更大的图形，他据此提出了一系列权威性的演绎法则用来解释市场的行为，并特别强调波动原理的预测价值，这就是久负盛名的艾略特波浪理论。

波浪理论是建立在一定的数学基础之上的。艾略特认为，波浪理论所论述的浪与浪的比率，实际上是由一个神奇数列发展而来的，这个数列被称为斐波纳奇数列，斐波纳奇数列最神奇之处在于它的 0.618 和 1.618 的比率。这个比率又称为黄金比率。古埃及人利用这个比率建造了世界闻名而又充满传奇色彩的金字塔，这就是为什么艾略特把它称为神奇的宇宙自然法则的原因。而在股价波动中，也遵循着这一自然法则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

按照艾略特波浪理论的阐述，股市波动如斐波纳奇神奇数列那样，基本形态是由一个主升浪和一个调整浪构成的。一个主升浪由5个浪组成，调整浪由3个浪（a，b，c）组成。因此，这8个浪便形成一个完整的艾略特波浪周期，如下图所示：



构成斐波纳奇数列的基础非常简单，由1，2，3开始，产生无限数字系列，而3，实际上为1与2之和，以后出现的一系列数字，全部依照上述简单的原则，两个连续出现的相邻数字相加，等于后面的一个数字。例如3加5等于8，5加8等于13，8加13等于21……直至无限。表面看来，此一数列很简单，但背后却隐藏着无穷的奥妙：①任何相邻的两个数字之和都等于后一个数字。②除了最前面3个数（1，2，3），任何一个数与后一个数的比率都接近0.618，而且越往后，其比率越接近0.618。③除了前3个数外，任何一个数与前一个数的比率都接近1.618。有趣的是，1.618的倒数是0.618。

艾略特波浪理论认为，主升浪的5个浪还可以分出21个小浪，调整浪（a，b，c）的3个浪也可以分出13个小浪。再细分下去，就会出现一个由144个小浪构成的完整的大周期。由此可见，艾略特波浪可以由一个超级大波浪一级一级细分出无数的小波浪，由这些小浪组成股市的一个完整周期。

艾略特波浪理论有两个最为重要的但又容易被忽视的出发点，那就是：人类社会永远进步向前和人类群体的行为是可以预测的。第一点已经被历史一再证明，而第二点似乎是布朗运动在人类社会中的再现（大约175年前，英国植物学家布朗观察到水中花粉的不规则运动，那反映了水分子的不规则运动以及由水分子组成的水的规则运动）。

股市究竟反映了什么？人的群体行为！曾给几位美国总统担任过顾问的巴鲁克说：“但是，实际在股票市场振荡中记录下来的不是各种事件本身，而是人类对这些事件的反应。简而言之，成百上千万的男男女女是如何感受这些事件的，可以影响他们的未来。换言之，股票市场首先是人。正是人在试图预言未来。而且正是这种强烈的人性使股票市场成了一个如此戏剧性的世界，在此男男女女投入了他们相互冲突的判断，他们的希望与恐惧、力量与软弱，贪婪与幻想。”如果没有小罗伯特·鲁格劳特·普莱切特与阿尔费雷德·约翰·弗罗斯特在1978年合著的这本《艾略特波浪理论》，那么艾略特波浪理论可能早已失传了。



波浪理论的全面破解



《艾略特波浪理论》一书中介绍的波浪理论是美国技术分析大师艾略特于20世纪30年代发明的一种重要金融市场分析工具。艾略特以天才加勤奋，前后大约用了10年的时间潜心研究，才最终完善了这一具基石意义的技术分析方法。该理论有助于市场投资人客观对待市场价格的潮涨潮落，可以长时间地在市场的角逐中获利。目前，该理论已为全世界国家广泛采用。不管是股票还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

商品价格的波动，都与大自然的潮汐、天体运动一样，具有相当程度的规律性。股票价格的波动也同潮汐一样，一浪跟着一浪，而且周而复始，股票波动也有迹可循，而波浪理论正是揭示了这样的规律，倘若能准确掌握和正确运用，就可以准确地预测股价未来的运动趋势。

《艾略特波浪理论》一书的开始就提到波浪理论是以美国杰出学者查尔斯·道创立的道氏理论为基础，道氏理论首开技术分析先河，但其缺陷是只是在大的轮廓上对市场进行描述，并未全面揭示各种运动形态及相互关系。

艾略特通过认真的观察和思考，大大完善了道氏理论，同时在可操作性和精确性方面大大地超越了前者！20 世纪 30 年代后期，艾略特用其发明的理论准确地预测了当时的市场走势，从而一举确立了他在美国华尔街的地位。对于波浪理论，他的美国同行这样评价：如果说道氏理论告诉人们何谓大海，而艾略特原理告诉人们的是如何在大海上冲浪。20 世纪 90 年代初，中国股市开始正式设立，几乎与此同时，波浪理论被引入中国。十几年过去了，无论是深沪股市的 A 股还是 B 股以及各品种的期市，都无可争辩地证明，波浪理论完全适用于中国，波浪理论是客观真理，当然满足规律的普遍性。

对波浪理论是否正确运用，实践是检验真理的唯一标准，支持波浪理论的三大前提是“市场已说明一切，股价是有趋势的，股价运动具有历史再现性”。以上前提同时呈现在每位分析者面前，如果在走势发生之前，你都能经常利用波浪理论提前预测出市场的顶部和底部，提前预测出未来上升或下降的趋势甚至预测股指精确到几点之内、股价几分钱之内，那么你才称得上是真正的波浪高手！根据我多年的经验，这完全是可以达到的。与任何技术分析方法一样，《艾略特波浪理论》一书中阐述的波浪理论有自身的优势，而这种优势是绝大多数现有的技术分析工具所不具备和不可比拟的。作为后人，尤其是已进入计算机网络时代的今天，我们有责任将这一人类伟大的理论发扬光大，有所创新，而你的创新是否正确，股价走势是最公正的法官。让我们每个人都共同努力。

这里借用一句古诗：尔曹身与名俱灭，不废波浪万古流。波浪理论如果不是最高峰珠穆朗玛，也至少应该是世界屋脊之上的喜马拉雅山。（江　山）



艾略特波浪预测法的倡导者



小罗伯特·鲁格劳特·普莱切特是世界知名的波浪理论学者，早年以全额奖学金进入耶鲁大学，1971 年获得心理学学位。毕业后，他在美林证券市场分析部担任市场技术分析专员，并在纽约公共图书馆找到了艾略特的唯一仅存的原稿，在那里他开始了对波浪理论的研究，并且在股票市场上应用，之后还出版了波浪研究相关论文。

1977 年，在美国市场技术分析师协会主办的一次关于艾略特波浪理论的演讲上，普莱切特结识了阿尔费雷德·约翰·弗罗斯特。弗罗斯特是加拿大的注册金融分析师，毕业于加拿大安大略省金斯顿的女王大学，1934 年被吸收入安大略注册会计师学会并在 1937 年进入安大略的律师班。1960 年，弗罗斯特成了汉密尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

顿·博尔顿的合伙人，博尔顿将他引入艾略特波浪理论研究。

1967 年，弗罗斯特曾为博尔顿－特伦布莱的公司撰写过《艾略特波浪理论副刊》。普莱切特发现，尽管他与弗罗斯特是两代人，又隔着一条国境线，但他们有关波浪理论的观点不谋而合，因此他们决定合著一本关于波浪理论的书。

1978 年，普莱切特与弗罗斯特合著了《艾略特波浪理论》，这本书是对艾略特波浪理论的系统总结与推动，1979 年，他们开始出版《艾略特波浪理论家》杂志。1984 年，在为期 3 个月的全美投资竞赛中，普莱切特以 444.4%的获利率赢得总冠军，从而使得波浪理论迅速传播。

20 世纪 80 年代，普莱切特获得了全美交易冠军等无数的奖项，还被《时机选择者文摘》称为“股票市场历史上首要的市场时机选择者之一”，被《财富》称为“冠军市场预测家”，被证券学院称为“艾略特波浪研判的世界领袖”，并被《纽约时报》称为“美国第一流的艾略特波浪预测法的倡导者”。

20 世纪 90 年代普莱切特扩展了他的公司，通过网络和纸上的出版物提供全球主要市场的每日和每月的分析，他还出版了 3 本面对专业人士的波浪分析，也包括他自己的观点。近年来，他和他的团队开始收集社会和文化的数据，开始从社会普遍现象主题去解释社会和文化的趋势。

现在，普莱切特是艾略特波浪国际公司的总裁，这是世界上最大的市场分析公司。艾略特波浪国际公司为机构客户提供每天 24 小时的所有主要的全球股票市场、债券市场、利率与货币市场，以及金属与能源市场的分析。



第二章 波浪构成的指导方针



绘制波浪

汉密尔顿·博尔顿总是坚持绘制“每小时收盘价”走势图，即表示每小时结束时的价格的走势图，本书的作者也是如此。艾略特本人无疑也有同样的习惯，因为在《波浪理论》中，他出示了一张 1938 年 2 月 23 日至 3 月 31 日的 60 分钟股价走势图。每个艾略特波浪理论的实践者，或任何对波浪理论感兴趣的人，都会发现绘制 DJIA 的 60 分钟波动十分有益，《华尔街日报》和《巴伦周刊》都出版这种走势图。这是项简单的任务，只需每周花上几分钟时间。柱线图虽好，但可能使人误入歧途，因为它揭示的是发生在每条柱线时间变化附近的价格波动，而不是柱线时间内的价格波动。实际印刷数值必须全部绘制。那些所谓的DJIA“开市”和“理论日内价格”数值是统计上的发明，并不能反映任何特定时刻的平均指数。这些数值分别代表了一堆可能在不同的时候发生的开盘价，或是一大堆单个指数股每股的最高价或最低价，而不管这些价格极端是在一天中的什么时候产生的。

波浪分类的主要目的是为了确定股价在股市行进中所处的位置。这种练习非常简单，只要波浪数象在快速运动、急剧振荡的市场中，特别是像在推动浪中那样清晰明了，此时微小的波浪运动通常以不成熟的方式展开。在这些情况下，就必须绘制短期走势图来观察所有的子浪。但是，在低迷或波幅很小的市场中——尤其是在市场调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

整中，波浪结构很可能发展得复杂且缓慢。在这些情况下，长期走势图常常能有效地将波浪运动精炼成一种使行进中的波浪模式清楚明了的形态。正确理解波浪理论，有时可以预计盘档型调整浪的走势（比如，当第二浪是锯齿形调整浪时的第四浪）。但即使能够预测，复杂性和缺乏生气也是最使分析人员灰心丧气的事。然而，它们是现实市场的一部分，而且肯定会遇上。本书作者极力建议你在这样的时期从市场脱身一段时间，享受在快速展开的推动浪中获得的利润。你不能“希望”市场进入运动，市场可不在听。当市场休息的时候，你也休息。

追踪股市的正确方法是用半对数刻度绘制走势，因为市场的历史仅以百分比相关联。投资者关心的是盈亏的百分比，而不是市场平均指数运行的点数。比如，1980 年时 DJIA 的 10 点，只是百分之一的运动。但在20 世纪 20 年代初，10 点意味着百分之十的运动，相比之下重要得多。但是为了作图方便，我们建议仅用半对数刻度绘制长期走势，这时的差别非常显著。算术刻度适用于跟踪 60 分钟走势，因为按百分比计算，DJIA 在 800 点反弹 40 点与 DJIA 在 900 点反弹 40 点的差别不大。这样，在波浪的短期运动中，价格通道技术就可很好地运用在算术刻度上。

刻度

至于艾略特的有关通货膨胀的论点，我们注意到 20 世纪 20 年代实际伴随着轻微的通货紧缩，因为消费者价格指数平均每年下降 0.5%，而 1933 至 1937 年这个时期却是轻微的通货膨胀，CPI 平均每年上涨 2.2%。这种货币背景使我们确信通货膨胀并不是采用半对数刻度的必要原因。实际上，除了价格通道中的这种差异以外，这两个循环浪的尺寸惊人地相似：它们创造了几乎相同的价格倍率（分别是 6 倍和 5 倍），它们都含有延长了的第五浪，而且在每个情形中，底部至第三浪的顶点的涨幅百分比相同。两个牛市的本质区别是每一个子浪的外形和持续时间不同。

至多，我们能说半对数刻度的必要性表明了一个处于加速过程中的波浪——无论出于何种大众心理原因。给定一个单一的价格目标和一段特定的时间，任何人可以通过调整波浪的倾斜与波浪通道相适应，从同样的起点在算术刻度和半对数刻度上圆满地画出假设的艾略特波浪通道。因此，用算术刻度还是用半对数刻度来预测平行通道的问题，在明确的规则尚未产生以前仍然悬而未决。如果任何一点的价格发展都不能在你所采用的刻度上有序地落在两条平行线内，那么为了从正确的角度观察通道可以采用其他类型的刻度。为了纵览全局，你应永远同时采用这两种刻度。

成交量

艾略特用成交量来校验波浪计数并预测波浪延长。他认为，在牛市中，成交量随价格变化的速度有自然放大或萎缩的倾向。在调整阶段后期，成交量萎缩通常表示卖压正在下降。在市场中，成交量的最低点常常与转折点同时发生。在大浪级以下的正常第五浪中，成交量往往比第三浪中的少。如果大浪级以下的处于上升中的第五浪的成交量与第三浪的相比持平或放大，那么第五浪延长就有效。如果第一浪和第三浪的长度基本相等，至少可以预测第五浪延长很可能出现，同时，在少数情况下，这种成交量也是第三浪和第五浪都延长的最佳警告。

在大浪级和大浪级以上，成交量往往会在上涨的第五浪中放大，而这仅仅是因为在牛市中参与者的数量自然地长期增加。实际上，艾略特注意到，大浪级以上的牛市终点的成交量常常创天量。最后，如前面讨论的那样，成交量常常会在趋势通道的某条平行线或是倾斜三角形的某条阻力线上的翻越点处短暂骤放。（有时，这样的点会同时出现，比如当倾斜三角形第五浪正好在包含大一浪级波浪的平行通道的上边界线结束的时候。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了这几个颇具价值的观察以外，我们还在本书的不同小节深入探讨了成交量的重要性。就用成交量指导数浪和波浪研判而言，成交量是最为重要的。艾略特曾说过，成交量独立跟随在波浪理论的各种模式之后——一个本书作者没有发现任何可信的证据的论断。

波浪个性

波浪个性的观点是对波浪理论的重要扩展。它具有把人类行为更加个性化地带入方程的优势。

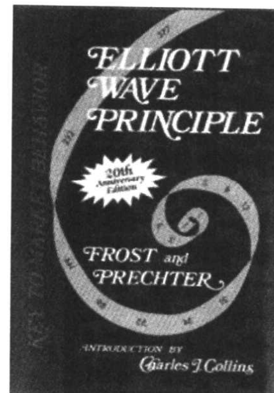
艾略特波浪序列中的每一浪的个性，是反映它所包含的群体行为的必不可少的部分。群体情绪从悲观到乐观，再从乐观到悲观的前进，在每个时间轮回中往往沿着相似的路径，这在波浪结构中的相应点产生了相似的环境。每一种波浪类型的个性显示出该浪属于超级循环浪级还是亚微浪级。当由于其他原因数浪不清，或存不同的研判时，这些性质不仅可以预先警告在下一个波浪序列中要期待什么，而且有时可以帮助判定在波浪前进中市场的当前位置。在波浪展开过程中，有时根据所有已知的艾略特规则会有几种相当可行的数浪结果。正是在这些交汇点上，波浪个性的知识可能非常宝贵。认清单个波浪的性质常常使你得以正确研判更大模式的复杂性。

1）第一浪——粗略估计，大约一半的第一浪是“打底”过程中的一段，因此它们常常被第二浪大幅度地调整。然而，与先前熊市中的反弹相比，这个第一浪的上扬在技术上结构特征更强，常常显示出成交量和广泛性的轻度增加。此时大量的卖空显而易见，因为大多数人最终开始确信大势向下。投资者最终“又多了一次反弹做空”，并从中获利。另外百分之五十的第一浪，或是从先前的调整浪筑成的大底部涨起——像在 1949 年那样，或是从下跌失败形态涨起——像在 1962 年那样，或是从极度的压制中涨起——像在 1962 和 1974 年那样。这样开始的第一浪非常有力，仅被略微回撤。

2）第二浪——第二浪常常回撤掉几乎整个第一浪升幅，从第一浪获得的大部分利润会在第二浪结束时丧失殆尽。这在看涨期权的交易中尤其明显，因为在第二浪的恐慌环境下，权酬猛烈下跌。此时，投资者彻底相信熊市又回来了。第二浪常常以非常低的成交量和价格波动结束，这表明卖压已经消失。

3）第三浪——第三浪令人敬畏。它们走势强劲，广泛性强，此时的波浪趋势准确无误。因为投资者的信心恢复，向好的基本面在走势图中逐渐显现。第三浪通常产生最大的成交量和价格运动，而且大部分时候是序列中的延长浪。当然，它符合第三浪中的第三浪，诸如此类，在任何波浪序列中都是最具爆炸性的一浪的规律。这个阶段总免不了产生突破、“持续”跳空、成交量放大、异常的广泛性、主要道氏理论趋势的印证和失去控制的价格运动，它们根据浪级在市场中带来巨大的 60 分钟盈利、日盈利、周盈利、月盈利和年盈利，基本上所有的股票都参与第三浪的运动。除了 B 浪的个性以外，第三浪的个性在波浪展开时能提供最有价值的数浪线索。

4）第四浪——第四浪的调整深度（见调整浪的深度一节）和形态是可预测的，因为根据交替指导方针，它们应该与先前同一浪级的第二浪不同。第四浪往往呈横向趋势，为最后的第五浪运动筑底。表现不佳的股票在这一浪做头并开始下跌，因为首先只有第三浪的力量才能使它们运动。市场中的这种初步恶化开始了得不到印证的阶段，并发出第五浪走软的微弱信号。



《艾略特波浪理论》
英文版封面

5）第五浪——就广泛性而言，股市中第五浪的力度比第三浪的小。通常，它们的价格变化最大速度也较低，尽管如果第五浪是延长浪的话，那么第五浪中的第三

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

浪的价格变化速度可能超过第三浪中的第三浪的价格变化速度。相似地，成交量常常在循环浪级或循环浪级以上的推动浪中持续放大，而在大浪级以下，成交量只有在第五浪延长中才会出现相同的情况。否则的话，寻找比第三浪的成交量少的成交量是判定第五浪的规则之一。市场戏水者有时指望在长期趋势的尽头出现“喷发行情”，但股票市场没有在顶部达到最高加速度的历史。即便第五浪出现延长，第五浪中的第五浪也缺乏产生这种现象的活力。在上升的第五浪中，尽管它的广泛性逐渐变窄，但投资者的乐观情绪仍然异常高涨。而且，市场的反映也确实比前面调整浪中的反弹增强了。例如，1976 年道指的年末反弹并不激动人心，但相对于先前分别从 4、7 和 9 月涨起的调整浪，它无疑是驱动浪，而那些调整浪相比之下对二级指数和累积腾落指标的影响也较弱。作为对第五浪能够产生的乐观情绪的纪念，在那次反弹结束二周后，对投资顾问机构的民意调查取得了在有图表记录的历史上最低的“看跌”百分比：4.5%，尽管那次第五浪未能创新高！

6）A 浪——在熊市的 A 浪期间，投资界总体确信这次反作用浪只是下一个上升行情前的退却。尽管个股的形态有技术上的破坏性裂纹，但大众仍蜂拥般地买入。A 浪为随之而来的 B 浪定下调子。五浪结构的浪 A 意味着浪 B 是锯齿形调整浪，而三浪结构的浪 A 意味着平台形或三角形调整浪。

7）B 浪——B 浪是假牛市。它们是无知者的举动、牛市陷阱、投机者的天堂、零股投资者心态的放纵，或愚蠢的投资机构者自满情绪的显露（或二者兼有）。它们通常只涉及少数股票，而且常常没有被其他平均指数“印证”（见第七章对道氏理论的讨论），技术上也极少是强势，而且注定要被浪 C 完全回撤。如果分析人员可以毫不费力地对自己说，“市场出问题了”，那很可能是 B 浪。X 浪以及扩散三角形中的 D 浪都是上升的调整浪，有着相同的性质。几个例子足以说明这一点。

1930 年的向上调整是 1929 至 1932 年的 A–B–C 锯齿形下跌行情中的浪 B。罗伯特·雷亚在他的巨著《平均指数史话》中对那次情绪冲动的高峰刻画得淋漓尽致：

……许多观察者把它当做牛市的信号。我能够记得，在 1929 年 10 月建立了盈利的空头仓位后，12 月初我一直在做空。当 1 月和 2 月的缓慢但稳步的上升行情超越了（前一个高点）时，我变得惊恐不安而且已损失不小……我那时忘记了，一般应指望这次反弹回撤掉 1929 年暴跌幅度的 66%或更多。几乎所有的人都说这是个新的大牛市。各种投资服务机构更是牛气冲天，不断放大的成交量甚至超过了 1929 年时的高峰。

1961 年至 1962 年的升市是（a）–（b）–（c）扩散平台形调整浪中的浪（b）。在 1962 年初的头部，股票卖到了空前绝后的市盈率。而腾落指标早已在 1959 年第三浪的顶部达到高峰。

1966 至 1968 年的升市是循环浪级调整模式中的浪。与第一浪和第二浪中次级公司股票有秩序而且通常是有调节的参与不同，感情主义紧紧抓住了大众，而低价股在投机的狂热中火箭般地飙升。道琼斯工业股指数在整个上升过程中摇摇晃晃地爬升，而且最终拒绝印证二级指数中的显著的新高。

1977 年，道琼斯运输股平均指数在 B 浪中爬到了新高，但不幸的是它没有得到工业股指数的印证。航空公司和卡车运输公司的股票行动迟缓。只有运煤的铁路公司股参与了部分的能量运动。因此，指数中的广泛性明显匮乏，这再次印证了良好的广泛性通常是推动浪的而不是调整浪的特性。

对于黄金市场中的 B 浪的讨论，见第六章。

总体观察，中浪级和中浪级以下的 B 浪通常显示出成交量的逐渐萎缩，而大浪级和大浪级以上的 B 浪显示出比伴随先前牛市的更大的成交量，这通常表明股票的广泛参与。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

8）C 浪——下跌的 C 浪摧毁性极强。它们是第三浪，而且有第三浪的大部分特性。就是在这段跌势中，实际上除了现金以外无处可藏。投资者在浪 A 和浪 B 中持有的种种幻想都在此时灰飞烟灭，恐惧控制了一切。C 浪持续时间长，广泛性强。1930 至 1932 年的走势是一个 C 浪。1962 年的也是一个 C 浪。1969 至 1970 年的，以及 1973 至 1974 年的走势也可归类为 C 浪。在大熊市中，向上调整浪中的上升 C 浪强劲有力，可能会被误认为是新一轮涨势的开始——尤其是因为它们以五浪方式展开。

9）D 浪——除了扩散三角形调整浪中的之外，所有的 D 浪常常伴随成交量的放大。这很可能是因为非扩散三角形调整浪中的 D 浪是一种混合物，是部分的调整浪，但因为它们跟在 C 浪后面而且没有被完全回撤，所以又有第一浪的某些特征。在调整浪中上升的 D 浪与 B 浪一样都是假牛市。1970 至 1973 年的升市是循环浪级的浪Ⅳ中的浪。此时，平庸的机构基金经理的“唯一决策”的自满情绪得到了最好的证明。参与的股票范围仍然很窄，这回是蓝筹股五十家和时兴股。1972 年，腾落指标就像运输股平均指数那样早早见顶，拒绝印证五十家蓝筹股授予的高得离谱的市盈率。为了准备总统选举，华盛顿在整个涨势中开足马力维持虚假的繁荣。就像对先前的浪那样，“假牛市”是对 D 浪的合适评价。

10）E 浪——三角形中的 E 浪，对大多数市场观察者来说，是做头后一轮新跌势戏剧性开始。E 浪几乎总是受消息面的巨大支撑。这些消息连同 E 浪将要对三角形调整浪的边界线形成假突破的趋势，在市场参与者本应准备大势实质上向上运动的当口，坚定了他们看跌的信念。因此，作为终结浪的 E 浪的参与心理同第五浪的一样容易激动。因为这里讨论的各种倾向并非必然出现，所以它们称作指导方针，而非规则。它们缺乏必然性，但这丝毫不能贬低它们的效用。

例如看看近期市场的 60 分钟走势，它是 DJIA 从 1978 年 3 月 1 日的最低点涨起的最初四个小浪级波浪。这些波浪从头到尾都是教科书式的艾略特波浪：从波浪长度到成交量模式（未显示）、趋势通道、等长的指导方针、延长浪后的（a）浪形成的回撤、第四浪的预期最低点、完美的内部波浪数、交替、斐波纳奇时间序列，再到内含的斐波纳奇比率关系。它唯一的超常之处是浪 4 的规模。值得注意的是，914 点是个合理的目标位，因为它是 1976 至 1978 年跌势的 0.618 倍回撤。

这些指导方针也有例外，但如果没有这些例外，市场分析就成了一门精确性的科学，而不是一门概率的科学。然而，有了波浪结构指导方针的完整知识，你就能对自己的数浪有足够的信心。实际上，你可以用市场活动来确认数浪，就像用数浪来预测市场活动一样。

还要注意，艾略特波浪的指导方针可以覆盖大部分传统的技术分析，如市场动量和投资者的情绪。结果是，传统的技术分析现在大幅增值，因为它可以帮助研判市场在艾略特波浪结构中的位置。从这个意义上讲，使用这些方法应该得到鼓励。



第六章　股票和商品

个股

管理投资的艺术，是一门获得和舍弃股票以及其他证券使收益最大化的艺术。在投资领域里，何时入市比挑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

选什么股票更重要。选股并非不重要，但比起出入市时机来，它是次要的。交易者或投资者，要在股市中成为胜者，就必须知道大势的方向，并顺势投资，而非逆势操作。对于投资股票，仅靠基本面很少是合理的理由。美国钢铁公司的股票在 1929 年时卖 260 美元一股，人们认为对于寡妇和孤儿来说，持有这只股票是一项稳健的投资。它的红利曾是每股 8 美元。但是华尔街的暴跌将其股价减到了 22 美元一股，而且这家公司曾在四年里没有分过任何红利。股票市场通常是牛市或熊市，很少是母牛市。

作为一种群体心理现象，市场平均指数在以艾略特波浪模式展开时，不会理会个股的价格运动。正如我们要说明的那样，尽管波浪理论对个股有某些效果，但是对许多股票的波浪计数常常太模糊，形成不了巨大的实用价值。换言之，艾略特理论可以告诉你跑道是否通畅，而不是哪匹马会赢。对于个股来说，其他类型的分析方法比硬把股票价格活动归结到一种可能存在也可能不存在的艾略特波浪计数中更可取。

这是有理由的。波浪理论大体上允许个人的态度和环境影响任何个股的价格模式，以及在一种较小的程度上影响一小群股票的价格模式，这仅仅是因万艾略特波浪理论反映的只是那部分由投资者群体共享的每一个人的决策过程。所以，在对于波浪形态更大反映中，许多个体投资者和个体公司的独特环境相互抵消，剩下的只是一面反映群体意识的镜子。换言之，波浪理论形态反映人类整体和人类企业的行进，而不是每个人或每个公司的行进。各种公司开业歇业。趋势、时尚、文化、需求和渴望按人类的条件潮起潮落。因此，波浪理论极好地反映了总体商业活动的行进，而每个个体的活动领域都有自己的精髓，自己的生活期望，以及与之独立相关的一组力量。因此，每一家公司就像每一个人那样作为总体的一部分出现，演出它的角色，并最终回到它出发的尘埃中。

如果我们通过显微镜观察一小滴水，就体积、颜色、形状、密度、含盐量、细菌数等等而言，它的个体特征相当明显，但是，如果这滴水是海洋中的一个波浪的部分，那么不管它的个体特征如何，它都会在波浪和海潮力量下随波逐流。有了拥有在纽约股票交易所上市的股票的 2000 多万颗“小水滴”，还会有谁怀疑市场平均指数是世界上群体心理的最佳表现形式之一？

尽管有这个重要的差别，但是许多股票或多或少趋向与大盘步调一致。事实表明，平均来说，75%的股票会随市场一起上涨，而 90%的股票会随市场一起下跌，尽管个股的价格运动通常比平均指数的运动更不规则。出于显而易见的原因，相比其他大多数股票，投资公司的封闭式股票及循环性大公司的股票，与平均指数的运动模式更加一致。然而，新兴成长股会创造出最清晰的艾略特波浪模式，因为强烈的投资者情绪参与了它们的行进。最好的方法看来是，尽量避免以一种艾略特理论基础来分析个股，除非是一个清晰无误的波浪模式呈现在你眼前，值得你注意。只有在那时才能采取最佳的决策行动，而且必须在不考虑市场总体波浪计数的情况下。忽略这样的模式总比付保险费更加危险。

商品

商品有着与股票一样多的特性。商品与股票市场平均指数行为之间的一个差别是，在商品中主要的牛市和熊市时常相互重叠。比如，有时一个完整的五浪牛市不能把商品价格带到历史新高。因此，尽管在一些商品中的确存在超级循环级波浪的漂亮走势图，但是看起来在一些情形中要观察到的最高浪级是大浪级或循环浪级。超出这个浪级，波浪理论就会四处碰壁。

而且相比股票市场，商品大多在大浪级或循环浪级牛市中的第五浪中发展出延长浪。这种倾向与反映人类情绪现实的波浪理论完全一致。股票市场中的第五浪上升行情受希望的驱动，而商品中的第五浪上升行情受一种相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对戏剧性的情绪——害怕——的驱动：害怕通货膨胀、害怕战争。在走势图上，希望与害怕看上去大相径庭，这是商品市场的顶常常看上去像股票市场的底的原因之一。而且，商品牛市的延长浪常常出现在第四浪位置上的三角形之后。因此，股票市场中的三角形后的冲击常常“迅速而短暂”，而浪级较高的商品牛市中的三角形常常出现在延长的喷发走势之前。最佳的艾略特波浪模式诞生自从延长的横向底部模式开始的重要长期突破，就像在20世纪70年代的不同时候在咖啡、大豆、糖、黄金以及白银市场中出现的那样。不幸的是，适于表现艾略特趋势通道的半对数走势图刻度不能用于这种研究。

……

我们可以证明商品有反映艾略特发现的宇宙秩序的性质。尽管看起来合理的期望是，一种商品的个性越独立，也就是说它越不是人类存在的必要的组成部分，它就越不能可靠地反映一种艾略特模式。有一种商品总是和人类的灵魂紧密相联，这就是黄金。

黄金

在近几年中，黄金价格常常相对股票市场“反循环地”运动。金价从下跌后反转上升总是与股票市场转坏同时发生，反之亦然。因此，对金价的艾略特理论解读有时为道指中的一次预计的反转提供了支持性的证据。

1972年4月，美国政府将其长期存在的固定金价从35美元一盎司提高到了38美元一盎司，并于1973年2月再将其提高到42.22美元。这种为了货币交换目的由中央银行建立的“官方”金价，以及20世纪70年代的非官方金价的上升趋势，导致了所谓的“双轨”制。1973年11月，自由市场中不可避免的供需作用，废除了黄金的官方价格和双轨制。

黄金的自由市场的金价从1970年1月的每盎司35美元涨起，到达了1974年12月30日的197美元一盎司的“伦敦固定价”顶峰。然后，金价开始下滑，并在1976年8月31日到达103.50美元的最低点。这轮下跌行情的基本面“原因”是所谓的前苏联抛售黄金，美国财政部抛售黄金，以及国际货币基金组织拍卖黄金。此后，金价基本恢复元气，并再次上升。尽管美国财政部消除黄金货币角色的努力，以及影响黄金作为一种储值工具和交换媒介的高涨的情绪因素，但是它的价格仍然描绘出了清晰的艾略特模式。

……

从历史上说，黄金是经济生活的依靠之一，它为世界提供了纪律。也许这就是政客们为了忽视它，谴责它，并试图使它不再作为货币而不知疲倦地工作的原因。但是，不知为何，政府看起来总是要在手中保持黄金储备“以防万一”。今天，作为一种旧日的遗迹，黄金虽然退居到了国际金融舞台的幕后，但它仍然是未来的先兆。有纪律的生活是富有成效的生活，而且这个概念适用于努力的各个层面，从土壤的耕种到国际金融。

黄金是历史悠久的储值工具，而且尽管金价可能长时间走平，但要拥有些什么，黄金永远是好保险，直至世界的体系得到重建。这种发展看起来不可避免，无论这种重建是通过设计还是通过自然的经济力量。作为储值工具，纸币绝不会取代黄金，这很可能是另一条自然法则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《投资学精要》

【美国】兹维·博迪（1943～ ）

投资是指在当前付出资金或其他资源，以期在将来得到更多好处。例如，某人可能会购买股票，期望该股票的未来走势能够平衡该投资者在投资期间的资金沉淀及其投资风险。学习这本书所花的时间（更不用说花钱买这本书了）也是一次投资，放弃了现在的闲暇以及利用这段时间工作可能取得的收入，为的是期望你未来的工作能力得到有效的加强，以证明你付出的时间和努力是值得的。虽然这两个投资在很多方面有着不同之处，然而它们有着所有投资都具备的一个共同的关键特征：你现在牺牲了某种价值，期望未来能从这种牺牲中获得收益。

本书能帮助你成为一个见多识广的投资者。我们将集中讨论证券投资，如股票、债券、期权、期货等，但我们所讨论的很多东西在分析其他投资时也是有用的。本书将告诉你不同证券市场的组织结构及其背景，分析在不同市场上（比如债券或股票市场）定价及管理风险的原则，并向你介绍构建投资组合的原则。

——引自《投资学精要》



由兹维·博迪、亚历克斯·凯恩、艾伦·J·马科斯三位当今世界极负盛名和极具影响力的金融学巨匠撰写的《投资学精要》一书，精辟而准确地分析了投资学领域内的重要基本问题，包括证券组合理论、资产定价、固定收益证券、衍生金融工具和投资管理。该书自1992年初版至目前的第五版，连续12年盛行不衰，被称为投资学领域的绝对经典之作，是最好的商学教材，成为美国众多大学的本科生教科书，并长期居同类书籍销售排行榜之首。《投资学精要》一书介绍了当前所有投资者都十分关注的主要问题。通过阅读本书，读者能掌握分析当前一些问题和争论的技能，这些热点问题和争论也是流行媒体以及专业性杂志所热衷报道的材料。无论是想成为一名职业投资人士，还是仅仅成为一个老练的个人投资者，这些技能都是必要的。相对国内而言，国外证券市场发展历史较长，市场成熟度高，已形成了一套相当完善的投资理论。“他山之石，可以攻玉”，因此，《投资学精要》一书对中国投资者来说，可以借鉴的地方很多。阅读该书时，无需有太强的理论基础，也不必绞尽脑汁，作者对投资学基本知识简洁而透彻的讲解，能帮助诸多投资者树立正确的投资理念，轻松掌握投资的精要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



开卷有益 KAIJUANYOUYI

《投资学精要》是一本为那些想获得职业水平的投资学知识的初学者而编写的教材。它并不需要读者有投资学的背景知识，对数学的要求也不高，但它是一本相当严谨的书。全书内容始终围绕着一个原则——即证券市场近乎有效，意味着大多数证券在给定的风险和收益特征下的价格都是合理的。没有免费午餐的说法在金融市场比在其他任何地方都恰如其分。这个简单的结论在制定投资策略时却具有十分重要的意义，作者对投资策略的讨论总是以有效市场假设为前提，尽管市场有效的程度不仅现在将来也总是一个有争议的问题，作者还是希望全书针对这个问题的讨论能有助于人们改变一些传统的观念。

本书内容上可分为三部分：

第一部分是基本理论，包括该书的第一章投资的要素和第二章资产组合理论，详细介绍了风险组合理论、资本资产定价模型、套利定价理论和市场有效性理论；

第二部分是证券投资分析，包括该书第三章固定收益证券、第四章证券分析和第五章衍生资产、期权与期货，对固定收益证券、股票和衍生工具的投资实务做了仔细的介绍，重点分析了有关的投资理论；

第三部分是该书的第六章积极的投资管理，阐述了证券投资分析的基础和背景以及证券投资的管理。

《投资学精要》一书十分注重资产分配问题。作者强调这个问题主要基于两个重要原因：首先，这是大多数投资者构建投资组合时必须要经历的过程。你起初通常将所有的资金存于银行账户，接着你必然要考虑将多少资金投资于风险较大、但能提供更高预期收益率的资产。这个自然而然的一步就是考虑风险资产类别，如股票、债券或房地产。这就是资产分配决策。第二，在大多数情况下，资产分配选择在决定投资的总体业绩时的重要性远大于具体证券的选择。因而资产分配投资组合的风险—收益结构首要决定因素，在研究投资策略，因此也值得作者放主要的精力在上面。

《投资学精要》是本科生学习投资课程最好的教科书，它是理论与实践极好的融合，保持了适度的严格与清晰相结合的写作风格。此外，《投资学精要》所阐述的很多基础理论和规律都是每个投资者应该掌握的，是一种基本投资素养的体现。

兹维·博迪的《投资学精要》一书绝不是一种单纯的知识提供者，它更是承担了一种知识的启发和内化的任务。如在说明风险和收益时，作者极力向读者灌输“天下没有免费的午餐”的观点。高收益必然伴随着高风险。很多人对私募基金记忆犹新，私募基金产生了很多问题，很多人被私募基金承诺的高收益所吸引，却忽视了背后隐藏的高风险。更严重的是还有许多不规范操作所导致的高风险。这种风险在成熟的市场经济国家的投资者中几乎是不可能被接受的。

结果当股市下跌时，出现了很多问题，不仅有经济上的，还有法律上的。但它的根源就在于投资者缺少对投资理性深厚的认知基础。

此外，《投资学精要》一书对投资分析也很关注，因为投资分析是投资理论应用于实际的重要部分，能使读者看到投资理论的应用价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资的道理与学问



投资是权衡风险和收益关系的理论和实践活动。投资活动并非我们原先想象的那样高深和神秘，因为我们从小到大一直在进行着各式各样的投资分析，只不过我们往往并没有意识到这些行为也是一种投资而已。在市场经济最发达的国家，投资管理被认为是金融部门有效发展的关键所在。由波士顿大学管理学院教授兹维·博迪等三位学者合著的主流金融学教科书《投资学精要》洋洋117万多字，或许会吓倒部分对“大部头”天生具有某种恐惧感的读者，但是如果能够尝试战战兢兢地翻开书本，就有可能获得意想不到的收获。

世界上大概没有多少人会拒绝发财，而且大多数人都希望能够找到发财的捷径。因此，那些已经积累起巨额财富的人们，往往会被不厌其烦地追问他们发财致富的秘诀或窍门。这些渴望发财的人宁肯不断地追问巴菲特或索罗斯那样的投资大师，究竟购买何种股票，在何时购买以及进行怎样的组合投资才能使自己发财致富。而仅仅只有很少一部分愿意花费自认为非常宝贵的时间来啃类似《投资学精要》这样的教科书，甚至宁肯只读巴菲特本人撰写或者由他人转述的“巴菲特投资心得”。

《投资学精要》的作者试图帮助读者成为一个见多识广的投资者。全书的内容包括投资的要素、金融市场与金融工具、证券投资与衍生资产（比如股票、债券、期权、期货等）、共同基金与其他投资结构、投资者与投资过程、资产组合理论（包括风险与收益、有效的多样化策略、资本资产定价力量与套利定价理论和有效市场假定等）、固定收益证券、证券分析（包括宏观经济分析与产业分析、权益估值、财务报表分析和技术分析等）、积极的投资管理（包括业绩评价与积极的投资组合管理和国际分散化等）。此外，还在附录部分提供了重要的参考文献和注册金融分析师试题索引以及金融投资领域的常用公式。因此这本书不但可以作为标准的投资学教科书用于日常教学，而且还可以作为金融投资行业管理者和从业人员的工具书使用。《投资学精要》在每一章开头处提供一份学习要点，告诉读者在学习完该章内容之后应该学会哪些内容，同时每一章正文中也尽可能提供较为翔实的相关数据资料，比如资产负债表、存托凭证、发行债务的公告、汽车贷款证券化凭证、以黄金为支撑的证券、国库券行情表、商品期货合约行情表等。有许多实物的复印本相信绝大多数读者（包括我自己本人）都是第一次见到，不但使读者增加了感性认识，而且更加具有实际操作的针对性。如果能够花费半年或者更多的时间阅读并且有选择地完成一定数量的习题，读者将会对投资学的基本理论及其应用具有较为全面的了解和把握。我相信任何一位认真的读者（或学生）都会从此教科书中获得相当大的收益，并且会使他们未来的投资活动产生更高的收益。（夏业良）



构筑投资理性的基础性著作

《投资学精要》是一本大学经济管理类本科生通用的经典教材，在国外一直畅销不衰。但它的可读性和知识性却比一般的通俗类经济读物有过之而无不及。所以，基于理财和培养基本投资素养的功能，这本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

书在国外的中产阶级中也十分流行。在国外，中产阶级的个人财富一般来说都小有规模，个人投资已成为中产阶级生活的一部分。

中产阶级的投资理念和投资方向成为主导财富聚合的不可忽视的因素。而谁能引导这部分人的投资倾向，谁就能引领投资潮流，这不仅是一种荣耀，更是一种现实的责任。正确的导向，能使整个社会的财富稳步增长，达到市场的理性繁荣。

而这种投资文化的培养，无疑是一项长期基础性的工作。即使在金融市场成熟的美国，投资者在特定时期也会呈现出一种整体性非理性状态，这种非理性状态会对整个金融市场"软性"基础造成损害。而我们把这种基础定义为投资理性，即对最基本的投资知识及规律的掌握。投资的理念、技巧及具体的操作是实践中的事物，应该是多样化的，但它们的土壤正是这种一统的投资理性。人们对这种投资理性的内化程度就决定了他们的投资素养。

无法想象，当一个缺乏投资理性的中产阶级拥有数以亿计的社会财富时，会发生什么情况。投资理性在文化上的缺失并不是单靠投资者在市场上的试错法就能弥补的。但已经有人看到了这个问题，《投资学精要》的问世，除了作为投资学教材之外，更注重通过对各种投资现象的解说、投资案例的评述及投资理论的应用来为投资者构筑一个建筑在投资理性之上的开放性的知识结构，它愿意为这个理财花园浇灌更多的土壤。

投资是一个广阔的领域，这里主要指的是金融投资。金融市场是一个很敏感的市场，各个部分紧密相连，和真实经济也是休戚与共，在这种情况下，培养投资者的宏观视野和对事件的洞察力是十分必要的。《投资学精要》在一个充分国际化的平台上为读者提供了作为一个优秀投资者所必须知晓的有关金融市场运行的知识、整个金融市场的框架结构和内部各个子市场之间的传导机制。《投资学精要》还向读者介绍了当前所有投资者都十分关注的主要问题。通过阅读本书，你将掌握分析当前的一些问题和争论的技能，这些热点问题和争论也是国内外主流媒体以及专业性杂志所热衷报道的题材。

通过阅读本书，你可以在这个领域和任何人自由对话，而不是刻意去回避。刻意回避，这是一种知识结构的缺憾，也是生活品位的遗失。而自由对话，是生活有形的标志，也是财富品质的体现。

通过阅读这本书，你可以领会投资艺术的真谛，使你在将陪伴你一生的投资生涯中，有一个很好的开始。即使你对投资已有所心得，当你重新来读这本书时，你也会有新的感受，《投资学精要》将会帮助你整理纷繁的思绪，寻找久候不至的灵感。（陆强华）



三位伟大的金融学家



波士顿大学管理学院金融学教授兹维·博迪 1943 年 4 月 27 日出生，1965 年获布鲁克林学院哲学学士学位；1970 年获 Hebrew 大学经济学硕士学位；1975 年，获麻省理工学院经济学博士学位。博迪曾任麻省理工学院斯隆学院的金融学访问助理教授（1975 ~ 1976），哈佛商学院访问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

教授（1992~1994），并在此期间担任“哈佛全球金融体系课题组”的成员。

博迪在投资、养老金及私人和公共部门的金融担保管理等多个方面著述甚丰，因其在《金融分析家杂志》上发表的杰出文章，他两次获得投资管理和研究协会“Graham and Dodd”奖金，他的最新教材《金融学》，是与 1997 年诺贝尔经济学奖得主罗伯特·C·莫顿合著，可以说是金融学的入门书。

博迪对养老金的研究侧重于私营养老金的融资和投资方案及公共养老金政策，如提供政府养老金保险方面，他曾与约翰·沙文和戴维德·瓦兹一起出任美国国家经济研究所全国养老金体系研究课题的带头人（1979~1985）。还曾为美国劳工部、以色列政府、世界银行等许多机构的养老金方案出谋划策，他关于养老金的最新著作是《养老金金融的建立》（2000），现在，他还担任着宾夕法尼亚大学养老金研究理事会的成员。博迪也从事金融会计的理论和实践的研究，他曾是美国金融会计标准委员会的成员（1989~1995）。

亚历克斯·凯恩是加利福尼亚州大学圣迭哥分校国际关系研究生院及太平洋研究所的金融与经济学教授。他曾在东京大学经济学系、哈佛大学商学院研究生院和肯尼迪政治学院、加利福尼亚州大学洛杉矶分校管理学研究生院做过访问教授，并在美国国家经济研究局担任过助理研究员。凯恩教授在金融学与管理学方面的期刊上发表了很多文章，他的主要研究领域是资本市场、公司财务、资产组合管理，近期的研究重点是投资组合构建中证券分析的最优化利用。

艾伦·J·马科斯是华莱士·E·卡罗尔管理学院金融系主任及金融学教授，麻省理工学院斯隆管理学院访问教授。他的主要研究兴趣在于衍生工具和证券市场。马科斯教授任美国国家经济研究局研究员，从事养老经济学和金融市场与货币经济学的课题研究。他曾在联邦住房贷款抵押公司工作过两年，并开发了抵押定价和信用风险模型。目前，马科斯教授任职于投资管理协会的研究基金咨询委员会以及由政府银行和波士顿温德姆资本管理公司联合组成的货币风险管理咨询委员会。



第 1 章　投资：背景和现状



1.4 投资过程

一个投资者的投资组合简单地说就是他所投资资产的集合。一个投资组合一旦建立起来，它就通过出售现有证券并且用收益购买新的证券，通过将额外资金用于投资以增大投资组合的整体规模，或者是通过出售证券以减少投资组合的规模，从而不断更新或“再度平衡”。

投资资产可以分为基本的几类，例如股票、债券、房地产以及商品等。投资者在建立起投资组合时使用两种类型的决策。一种是资产分配决策，这种决策就是在基本的资产类别中选择；另一种是证券选择决策，它是在每一类资产中对持有特定证券的选择。

“自上而下”资产组合的建立从资产分配开始。对于一个当前所有现金都集中在银行账户上的个人而言，他首先要做的就是决定股票、债券以及其他诸如此类的资产在其投资组合中的比例。通过这种方法，投资组合就形成了自身最基本的特征。只有在完成资产分配决策以后，投资者才有可能决定持有哪一种特定的证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

证券分析指的是对可能会包含在资产组合中的证券进行的价值评估。例如，投资者应该会询问是默克公司还是辉瑞公司的定价更诱人一点。股票和债券都必须进行价值评估以确定其投资吸引力，但是对股票进行的评估要远远难于对债券进行的评估。这是因为股票的市场表现对发行机构的状况更为敏感一些。

同“自上而下”相对应的是“自下而上”战略。在这个过程中，投资组合的建立更多地关注于那些看上去定价诱人的股票，而不是为投资组合的构建这个结果而发生的资产分配。这种方法会导致在经济运行的某一环节出现并非投资者所愿意的赌博。例如，一个这样的资产组合将很可能会受到某一行业企业不好表现的影响，或者暴露于某种不确定性风险之前。然而，“自下而上”战略也关注于那些有可能提供最具吸引力的投资机会的资产。

1.5 市场是竞争性的

金融市场具有高度的竞争性。成千上万聪明的、有良好背景的证券分析人员搜寻着市场以获得最好的购买机会。这种竞争性意味着我们不应该期待找到什么新的价格被低估的证券，天下没有免费的午餐。对于这个“没有免费午餐”的命题存在着一些解释。现在，就让我们看看其中的两个解释。

风险—收益的均衡关系

投资者为了预期的未来收益而投资，但是这种收益很少能够精确地被预测。风险总是和投资相联系的。实际的收益总是和投资初始期的预期收益相偏离。例如，从1926年以来，一些大公司普通股的平均收益率为每年13%。但是，每年的实际收益率围绕着这个平均水平有很大的波动。在1931年（从1926年以来市场表现最坏的年份），股票市场损失了自身价值的43%；而1933年（最好的年份），股票市场的收益率为54%。我们可以肯定的是投资者在这两个年份的开始都不曾预料到会有这样极端的市场表现。就算是那些预期收益率接近13%的年份，投资者在开始的时候也不可能知道实际收益率会接近13%这个数值。

事实上，在其他一切条件不变的情况下，投资者愿意选择那些具有最高预期收益率的投资。然而，“没有免费的午餐”这样一条原则告诉我们，其他一切条件是不可能不发生变化的。如果你希望有一个高的预期收益，你就必须承担起相应的高风险。如果存在一种很高的不需承担额外风险的预期收益，那么所有人都会蜂拥而至购买这种高收益率资产，结果是这种资产的价格必然大大上涨。有一些个人考虑投资于当前价格很高的资产，他们将会发现这种投资的诱惑力要低得多：如果你在高价位购买，你的预期收益率（也就是所投资的每一个美元的利润）就会很低。只有当一种资产的预期收益率同它的风险不相称时，这种资产才会被认为是具吸引力的，它的价格也会不断的上涨。从这一点看来，投资者可以预期一个同资产风险相适的“公平”的收益，而不应是更高。类似的，如果收益独立于风险，人们将会抛售高风险资产。这些资产的价格将会上涨（同时它们预期的未来收益率将会增加），直到它们具备足够的吸引力被投资者再度考虑纳入其投资组合。我们推断在证券市场上应该存在着一种风险—收益的均衡关系，高风险资产应该比低风险资产定价更高，以提供更高的预期收益率。

当然，这一讨论遗留了一些重要的问题没有解答。资产的风险应该怎么度量？在风险和预期收益之间定量的收益变化又是怎样的？也许人们会这样想：风险对资产收益的挥发性必然有一些影响。然而事实证明这种想法只具有部分的正确性。当我们把资产混合成多样化的组合时，我们需要考虑资产及其多样化对整个资产组合风险的效用之间的相互作用。多样化的意思是：许多资产被同时置于一个组合之中，从而某一特定资产的风险暴露就会受到限制。多样化对资产组合风险的作用、度量风险方法的正确解释以及风险—回报关系，这些都是第二部分所要讨论的问题，也是现代资产组合理论所关注的问题。资产组合理论的开创者有两个：哈利·马柯威茨和威廉·夏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

普，他们都是诺贝尔奖的获得者。

有效市场

另外一个对“没有免费午餐”命题的解释是：在证券市场上，我们几乎不可能期望找到所谓的便宜货。关于金融市场，存在着这样一个假设：金融市场可以迅速、有效地处理一切有关证券的信息。也就是说，证券的价格通常反映了投资者在考虑证券价值时所能得到的全部信息。我们将用整个第 9 章来讨论有关这个假设的理论和依据。依据这一假设，当某一证券新的信息开始传播时，这种证券的价格就会迅速地对其做出调整。于是，在任何时候，证券的价格就等同于市场对证券价值的一致估计。如果这是事实的话，那么市场上就不会存在价格被高估或低估的证券。

一个关于“有效市场”假设的有趣解释涉及到在积极的和消极的投资管理策略之间的选择。消极管理策略的要求是持有高度多样化的资产组合，同时并不要求通过证券分析试着去获得更高的投资效益。积极管理策略则试着通过识别错误定价的证券，或者通过选择整体资产市场表现的时机来提高收益，例如，当某人在股票市场呈现牛市特征时就增加自己的股票拥有量。如果市场是有效的，同时价格反映了所有相关信息，那么也许采用消极管理策略更好一点，而不是在金融市场上花费大量精力和无用的努力去试图战胜竞争者。

如果市场有效性的假设走向极端的话，就没有积极证券分析的立足之地了，只有傻子才会花费大量精力去积极地对证券进行分析。然而如果没有证券分析，价格最终将偏离其“正确”价值，这就为证券专家进入市场提供了新的激励因素。所以，就算是在像证券市场这样一个高度竞争的环境下，有效性也只是相对的。对那些勤奋的、富有创造力的投资者而言，盈利的机会是永远存在的。这引发了我们在第六部分中对积极资产组合管理的讨论。更重要的是，我们对证券分析和资产组合建立的讨论通常必须对接近有效市场的可能性做出说明。

1.6 市场参与者

粗略地估计一下，在金融市场上显然有三类主要参与者：

1. 公司是净借入者。它们募集资金用于厂房和设备的投资。这些实际资产产生的收入为公司证券的投资者提供了收益来源。

2. 居民是典型的净储蓄者。他们购买那些需要募集资金的公司所发行的证券。

3. 政府可能是借入者，也可能是借出者。这依赖于税收收入和政府支出之间的关系。从第二次世界大战之后，美国政府一直实行典型的预算赤字政策。这就是说它的税收收入一直低于其支出。所以，政府必须借入资金以弥补预算赤字。有信用保证的国库券、票据和债券是政府向公众借款的主要方法。然而，只是在最近的时候，政府才出现了预算盈余，具备了偿还一些债务的能力。

股份有限公司和政府并不直接向个人出售其全部或者是绝大多数的证券。例如，大约有一半的股票被大型金融机构所持有。这些金融机构包括养老基金、共同基金、保险公司和银行，等等。它们在市场上的位置处于证券发行者（公司）和证券的拥有者（个人投资者）之间。因为这个原因，它们被称为金融中介。相似地，股份有限公司并不自己向公众出售。它们雇用代理机构向公众投资者推销自己，这些代理机构叫做投资银行。现在让我们来看看这些中介机构的作用。

金融中介

居民希望为自己的储蓄寻找令人满意的投资，然而大多数居民较小的（资金）规模使得直接投资对他们来说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

很困难。一个小投资者，如果他想把钱借出去，他并不可能通过在地方报纸上做广告寻找到有意愿的、令人满意的借款者。而且，单个的贷款者不具备评估和控制借款者信用风险的能力。

因为这些原因，金融中介就介入进来，把贷款者和借款者联系到一起。这些金融中介包括银行、投资公司和保险公司等。金融中介发行其自身的证券，用以募集资金购买其他股份有限公司的证券。

……

投资公司同样也产生于规模经济，它聚集并管理许多投资者的资金。在这里，问题是这样的：许多居民的资产组合都不具备足够大的规模，以覆盖充分多样化的证券种类。考虑到股票经纪人的费用以及购买许多不同公司一两手股票所需要的研究成本，这些都是很昂贵的。共同基金就具有大规模交易和组合管理的优点。每一个参与其中的投资者都按其投资规模分配其全部资金一定比例的份额。这一系统对于小投资者来说是有利的，他们愿意向基金操作者支付一定的管理费用。投资公司同样可以为具有特定目标的大投资者量身定做资产组合。相反，共同基金在零售市场上出售，它们的投资理念主要因其吸引大量客户的策略的不同而不同。

规模经济同样解释了投资者可以利用投资分析服务实现增值。时事通讯、数据库以及股票经纪人的研究服务，都在谋求出售给广大的投资客户。这一计划的产生是很自然的事。投资者确实很需要信息，但是他们只是管理着自身小规模的资产组合。如果他们亲自收集所有的信息，这显然很不经济。这样，一个盈利机会就出现了：可以由一家公司向许多客户提供这种服务并收取费用。

投资银行

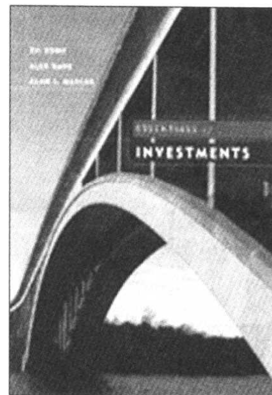
就像经济的规模化和专业化为金融中介提供了盈利机会一样，它也同样为那些提供专门化服务的公司创造了适当的市场位置。一些企业通过向公众出售诸如股票、债券之类的证券来募集其大部分的资本。`然而，因为这些企业不是经常这么做，所以专门从事这方面业务的投资银行公司可以以较低的价格向其提供这些服务。

一些投资银行，诸如高盛、美林和所罗门·史密斯·巴尼公司等，从发行证券应收取的费用、适当的利息率以及其他一些方面，对证券发行公司提出了建议。最终，还是由投资银行公司处理向公众出售证券的事务。

投资银行能够比一些专家给证券发行者带来的东西还要多。因为投资银行总是置身于市场之中，帮助某家公司发行证券，而且公众知道投资银行出于自身利益的考虑会极力维护其良好声誉。如果投资银行担保的证券在出售给公众时被过度乐观或夸张地渲染，它将会和投资者一样受损。公众下一次将不会信任其参与的证券出售。投资银行的影响力以及对未来商业的支配能力依赖于其过去长期建立的声誉。显然地，对于那些只想进入证券市场一次或者进入次数不是那么频繁的公司而言，其维持一种值得信赖的声誉的经济动机远没有那么强烈。所以，投资银行对证券发行者可以起到提供某种证明的作用，提供一个“准入的印章”。它们对声誉的投资是另一种类型的规模经济，它来自于对资本市场的经常参与。

1.7 市场和市场结构

就像证券和金融机构都是因为投资者的需求诞生和发展起来的一样，金融市场的发展也迎合着特定交易者的需求。现在让我们考虑一下如果有组织的市场不存在的话会出现什么情况。任何希望购买某种金融资产的居民都必须亲自寻找愿意出售



《投资学精要》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这些资产的人。

为金融资产的购买者和出售者进行交易提供一个集会的场所，这就是金融市场发展的进程。伦敦古城一个叫做劳合社的组织开创了海上保险行业；华尔街上的一个曼哈顿区现在已成为金融世界的代名词。

我们可以把金融市场分为四种类型：直接交易市场、经纪市场、交易商市场和拍卖市场。

直接交易市场

直接交易市场是组织程度最低的市场。购买者和出售者必须直接寻找到对方。比如说，通过在地方报纸上刊登广告来寻求一台旧冰箱的购买者，就是这种市场类型交易的一个例子。直接交易市场以零星参与、低价和非标准化商品为特征。这样的环境并不能够给专业化的个人和公司提供什么盈利的机会。

经纪市场

经纪市场的组织程度要比直接交易市场的组织程度高一个等级。在这种市场中，商品交易很活跃，经纪人为购买者和出售者提供服务也是有利可图的。这种市场的一个很好的例子就是房地产市场。寻找可出售房屋和潜在购买者会有一种规模经济效益，这使得市场参与者向从事这种搜寻的经纪人支付报酬是值得的。置身于这种市场的经纪人在不断地发展评估交易资产的价值所需要的专业知识。

一级市场将新发行的证券提供给公众，它是一种重要的经纪市场。在一级市场中，那些向公众推销公司证券的投资银行家们的作用就如经纪人一样。他们负责寻找购买证券的投资者。

大宗交易市场是另外一种经纪市场。在这一市场上，股票都是被成批地买卖的。这些股票交易的数目是如此之大（从技术上讲要超过 1 万手，但通常会更多），以至于经纪人或“大宗交易所”一般都是直接寻找大额交易者，而不是在股票交易所中买卖，因为交易所一般都是小额投资者在交易。

交易商市场

当某一特定类型资产的交易活动增长的时候，交易商市场就出现了。交易商一般具备有关多种资产的专业知识，他们用自己的账户购买这些资产，然后稍后再将其出售以谋取利润。交易商的购买价格（叫价）和出售价格（询价）之间的差额就是其利润来源。交易商市场可以节约交易者的“搜寻”成本，因为市场参与者很容易地就可以知道，在什么价位他们可以从交易商那里购买资产或者将资产出售给交易商。要使这种交易成为市场上一种颇具吸引力的利润来源，必须要有相当数量的市场活动存在。场外市场就是交易商市场的一种。

已发行证券的交易活动发生在二级市场上，因而场外市场也是二级市场。二级市场上的交易活动并不影响市场上证券的数量，只是证券的所有权简单地从某一投资者转移到其他投资者手中。

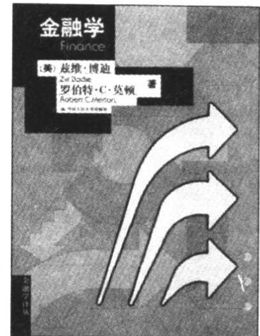
拍卖市场

拍卖市场是组织程度最高的市场。在拍卖市场中，所有的交易者都聚集在一起购买或出售某种资产。纽约证券交易所就是拍卖市场的一个例子。同交易商市场相比，拍卖市场的一个优点是交易者无须在交易商中搜寻最优价格。如果所有的市场参与者都聚集在一起，市场就会自动形成一个大家都认可的价格，而没有叫价和询价之间的差别。连续的拍卖市场（与之相对的是间歇性的拍卖市场，例如艺术品的拍卖市场）需要频繁的交易来弥补维持市场所需要的花费。

有组织的股票交易所也是二级市场，它们组建的目的就是方便投资者相互交易已发行的证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《金融学》



【美国】罗伯特·C·莫顿（1944～　）

对家庭而言，消费和风险偏好是已知的。偏好会随着时间而改变，但这些变化的机制和原因并非投资组合理论阐述的内容。投资组合理论阐述了如何在金融工具中进行选择，以使其特定的偏好最大化。通常，最佳选择包括对获取较高预期回报和承担较大风险之间权衡的评估。

然而，并非每一个减少风险的决策都会产生因预期回报的降低或风险的增大而出现的成本。存在这样的情况：签订风险转移合约的双方能够不花分文地减少风险，而不用支付签订合同的费用。例如，一个房屋的买主和卖主可以现在就房屋的交易价格达成协议，而所有权的转移将在3个月后发生。这样的约定是远期合约的例子。通过达成这项远期合约，双方都排除了与未来3个月内房屋价格变动相关的不确定性。

这样，不同的当事人从对立的风险角度观察同一件事，任何一方都不必支付很大的费用，只需通过契约性风险转移便可使境况好转。任何一方都不需要支付费用的风险管理决策是例外情况而非一般情况。通常需要在减少风险的成本和收益之间进行权衡，这种权衡在下列家庭决策中尤为明显：如何在股票、固定收入证券和住宅不动产等资产类型之间分配其资产。

——引自《金融学》

你已经开始为日后之需存款了，而且所有的存款在一个银行账户上。你是否应该投资共同基金呢？该选哪家基金呢？你已经决定要一辆汽车，是购买还是租借呢？在大学时代你曾做过服务员，你现在正在考虑开一家自己的餐馆。是否值得一做？需要多少钱来开业？从哪里可以得到这些资金？你正在和财务主管讨论是否应将计算机生产公司的业务扩展到远程通信。如果进入这一行业，预计未来几年耗资30亿美元，而此后，预计每年的利润增加10亿美元。你将提出什么建议呢？你是世界银行一个工作小组的成员，此工作小组正在分析拉丁美洲的一个小国的水电工程的贷款申请。你将提出什么意见？以上都是金融决策的例子。1999年，著名金融学家罗伯特·C·莫顿与美国波士顿大学商学院教授兹维·博迪合作出版了一本被奉为金融学领域权威著作的教科书——《金融学》，该书通过探讨基本的金融原理，向读者提供解决这些问题或类似问题的方法。在美国每年出版的大量金融学教材中，这本《金融学》以其独特的研究视角、全新的内容体系和优美的语言表述脱颖而出。

罗伯特·C·莫顿被称为“现代金融界的牛顿”，是1997年诺贝尔经济学奖的获得者。他与博迪合著的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《金融学》一书自1997年预版发行以来的使用证明，其可以帮助那些想学习经济学、法律、数学的学生及经理人员对整个金融领域有一个全面的认识和深入的了解。这本花了6年时间写成的教科书填补了金融学领域一个巨大的空白，诸多权威学者及《金融时报》等专业报刊都对其推崇备至。





著名金融学家罗伯特·C·莫顿与美国波士顿大学商学院教授兹维·博迪的《金融学》一书出版后，一直受到美国金融界人士的高度评价，在世界范围内引起了广泛的赞誉。乔治敦大学商学院教授詹姆斯·安杰尔说："这本教科书将改变世界各地商学院金融学课程的教学内容。"西密歇根大学教授保罗·塞斯托评价这本《金融学》是他15年来读过的最好的教材之一。

正如罗伯特·C·莫顿和兹维·博迪的导师——诺贝尔经济学奖的获得者、麻省理工学院的经济学教授保罗·萨缪尔森所说："往往只有每隔几十年，才能完成一项创造性的新成就，由此而确立起一种全新的、优异的教育模式，而博迪与莫顿的这本《金融学》正是人们长期以来期待的。"

《金融学》一书取材广泛，从专业方面的问题到常见的问题应有尽有，并且特别强调一般原理，还用许多实例说明在金融决策中理论如何起作用，在书中的关键部分，有针对概念的"快速问答"，以帮助读者检验是否真正理解了刚刚讲述的内容。书中还插入了许多特别专栏，有剪报，也有实际应用，以鼓励学生在处理自己的事情或解读金融新闻时主动地运用这些理论。

金融学作为一门学科，主要研究如何在不确定的条件下对稀缺资源进行跨时期的分配。金融学的分析方法有三个"支柱"：跨时期的最优化（不同时期的利益权衡）、资产估值、风险管理（包括投资组合理论）。这些内容的核心是一些运用于所有分支领域的基本法则和原理。作者认为，通过诸如家庭预算和商店账目计算的例子，不仅可以使金融学更容易领会，而且可以更方便地用来预测金融活动趋势。博迪教授认

马太效应

《新约·马太福音》中有这样一个故事：一个国王远行前，交给3个仆人每人一锭银子，吩咐道："你们去做生意，等我回来时，再来见我。"

国王回来时，第一个仆人说："主人，你交给我的1锭银子，我已赚了10锭。"于是，国王奖励他10座城邑。第二个仆人报告："主人，你给我的1锭银子，我已赚了5锭。"于是，国王奖励他5座城邑。第三仆人报告说："主人，你给我的1锭银子，我一直包在手帕里，怕丢失，一直没有拿出来。"于是，国王命令将第三个仆人的1锭银子赏给第一个仆人，说："凡是少的，就连他所有的，也要夺过来。凡是多的，还要给他，叫他多多益善。"这就是马太效应，反映当今社会中存在的一个普遍现象，即赢家通吃。

1997年诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·莫顿在1968年提出"马太效应"这个术语，指出"相对于那些不知名的研究者，声名显赫的科学家通常得到更多的声望，即使他们的成就是相似的；同样地，在同一个项目上，声誉通常给予那些已经出名的研究者。例如，一个奖项几乎总是授予最资深的研究者，即使所有工作都是一个研究生完成的。"

罗伯特·莫顿归纳"马太效应"为任何个体、群体或地区，一旦在某一个方面（如金钱、名誉、地位等）获得成功和进步，就会产生一种积累优势，就会有更多的机会取得更大的成功和进步。他阐述这一观点时引用了《圣经》在"马太福音"第25章中的两句话："凡有的，还要加给他，叫他多余；没有的，连他所有的，也要夺过来。"

"马太效应"是十几年来经济学界经常提及的，经济学界用它提醒决策者，要避免贫富差别过大。此术语为经济学界所借用，反映贫者愈贫，富者愈富，赢家通吃的经济学中收入分配不公的现象。马太效应揭示了一个不断增长个人和企业资源的需求原理，关系到个人的成功和生活幸福，因此它是影响企业发展和个人成功的一个重要法则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为，要想了解为何银行对金融市场的作用在下降，而共同基金和养老基金作用在增强，就需要了解个人的收入情况。千百万个家庭的收入状况对金融市场产生着极大的影响。

对于现代专家而言，金融学的意义已不只是那些曾经给华尔街带来过革命的金融工具：期权定价和其他偶然的派生工具。当然，它们在实践和理论上都很重要，但在《金融学》一书中，主要金融产品、资产预算、个人理财得到更充分的阐释，这是教学上的伟大突破。

本书分为六个主要部分。第一部分解释金融学是什么，对金融体系进行了概要介绍，并描述了公司财务报表的结构与运用。第二、三、四部分分别阐述了金融学的三个理论支柱，并重点说明金融原理如何运用于家庭（生命周期的财务计划与投资）与企业（资金预算）的决策。第五部分是资产定价的理论与实践，解释了资本资产定价模型，并对期货、期权以及高风险公司债券、贷款担保、杠杆融资等或有要求权的定价进行了分析。第六部分讲述公司财务问题：资本结构、兼并与收购、投资机会的选择权分析。

大多数金融学的入门教材是专门研究公司财务的，相比而言，莫顿的这本《金融学》的涉猎范围广泛并且特别强调一般原理。在化学等发展成熟的研究领域，通常的教育方法是在入门课程中涵盖一般原理，给学生一个该学科的总印象，从而为其他更专业的课程（如无机化学与有机化学）打下基础。同样，《金融学》一书也将金融学的所有分支领域——公司财务、投资学、金融机构学——囊括在一个统一的框架中。正是这种将金融学的所有分支领域——公司财务、投资学、金融机构学囊括在一个统一的框架中的统一结构，使博迪和莫顿的这部《金融学》与众不同，独树一帜。



金融学入门教材



1997年我在美国哈佛大学学习的时候，哈佛商学院的罗伯特·C·莫顿教授因其在期权定价领域的贡献而分享了当年的诺贝尔经济学奖。当时我就萌生了将莫顿教授的著作介绍到国内来的念头。在选书的时候，哈佛商学院著名投资银行学教授萨缪尔森教授给予了热情的帮助，他特别推荐了这本由博迪和莫顿合写、出版后受到高度评价的《金融学》。

《金融学》出版后在世界范围内受到好评，我认为有以下几个原因：

第一，与其他金融学入门教材相比，本书的视野更宽阔。通常，一般的金融学入门教材仅仅关注金融学的某个领域，比如公司财务。而本书则从更广阔的视野上关注金融学的一般原则及其在金融领域各个方面的应用，在本书中，金融的各个分支——公司财务、投资学、金融机构等被纳入一个统一的概念框架中加以分析。作为入门教科书，这样一种体系可以使学生对金融的内涵有一个更全面的了解。

第二，将金融学领域的最新研究成果反映在本书的内容中，并以深入浅出的语言表达出来。首先，从功能的角度对金融体系的演变进行分析并对金融机构和金融市场的未来发展趋势进行预测，是近年来金融学研究的一个新视角。这一研究成果来源于1993～1995年期间本书的两位作者在哈佛商学院的研究课题“全球金融体系”中所作的一系列研究；其次，衍生金融工具及有要求权的定价是金融学的最新研究领域，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本书用了两章的篇幅专门对此进行了分析。金融学在许多人看来是一门很高深的学问，里面充斥了晦涩难懂的专业术语。但是读博迪和莫顿的《金融学》丝毫没有这种感觉，读者只要有一定的经济学基础，就能通过学习对当今世界的金融问题有充分的理解。博迪和莫顿都曾出版过许多更专业的金融学著作，与之相比，《金融学》是完全不同的写作风格。能将高深的理论以通俗易懂的方式表达出来，唯有大家才能做到。

第三，注重理论联系实际，突出金融理论在实践中的应用。书中的每一章都用了大量的例子来说明相关的金融理论在金融决策中如何应用。通过学习，读者不仅了解了金融理论是什么，更学会了在实际金融决策中如何来应用。比如，对货币时间价值的分析是通过一个为上大学而储蓄的例子来进行的，通过这个例子，学生不仅理解了现值、终值、净现值这些基本概念，更学会了在不同的经济条件下如何计算上大学所需要的投资以及在通货膨胀的情况下如何对其投资进行调整；再比如，期权定价一章，不仅分析了期权如何运作、主要期权定价模型，而且举例说明了如何用期权规避风险以及期权在公司理财等领域的广泛应用；还比如有关退休储蓄的分析、有关分期付款的分析、有关公司资本结构的分析，等等。由于书中所分析的各种金融决策就存在于实际生活中，因此读来不仅使读者感到很亲切，而且能体会到金融学的实用性。

当前，中国的经济体制改革正处于关键时期。金融的改革与发展迫切需要现代金融知识的传播与普及。好的金融学教材则会在这方面担当重任。有鉴于此，我们相信博迪和莫顿的《金融学》一定会像在其他国家一样受到中国读者的欢迎。（伊志宏）



现代金融界的牛顿



罗伯特·C·莫顿于 1944 年出生于美国纽约，他的父亲罗伯特·莫顿是哥伦比亚大学著名的社会学家。莫顿从小就对金融市场和交易有着极大的兴趣，10 岁时就买了第一只股票，十几岁就出入于经纪公司。

1966 年莫顿毕业于哥伦比亚大学工学院，并获得工程数学学士学位。在哥伦比亚大学，莫顿曾上过楚才坤教授的热传导课，楚教授教会了他偏微分方程和其他高深的数学理论。也正是在楚教授的鼓舞和推荐下，莫顿毕业后去了加州理工学院攻读硕士学位。

因为莫顿在哥伦比亚大学时选修了许多研究生课程，所以在加州理工学院的第一年他就修完了所有必要的学分。在加州理工学院学习时，他仍然十分关注金融市场。他通常是早上去一个经纪公司进行股票和场外期权的交易，然后再去学院工作，这样，他形成了对金融市场交易过程的直觉，这种直觉对他今后从事的期权定价理论研究有莫大的帮助。

在加州理工学院时，莫顿开始接触数理经济学，逐渐产生了要把他杰出的数学分析技能与对经济学的兴趣结合起来的想法。而且当时宏观经济学蓬勃发展，许多知识分子投身于经济学研究，莫顿也决心要在经济学上有所建树。于是莫顿开始申请经济学硕士，但是他的想法没有得到人们的支持，他的家人以及加州理工学院的导师都对此表示难以理解。当时没有一个大学愿意接受他，后来麻省理工学院接受了他，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

给了他全额奖学金。

1970年莫顿去了麻省理工学院。因为担心学习正统的经济学专业可能会跟不上，经人推荐他选了萨缪尔森的数理经济学专业，从此莫顿成为萨缪尔森的助手，两人开始合作研究投资组合、认股权定价等问题。

1970年莫顿在麻省理工学院获得经济学博士学位。此后，他在麻省理工的斯隆管理学院的金融系任教。1973年莫顿在《经济和管理科学杂志》上发表了《理性期权定价理论的文章》，对布莱克－斯科尔斯公式的假定条件做了进一步削弱，在许多重要方面都对布莱克－斯科尔斯的研究做了推广。他对布莱克—斯科尔斯原用的分析方法进行了改进，以股价变动的跳跃过程而不是扩散过程为出发点，也就是认为股价变动是不连续的，可以从一个价格跳到另一个价格而不经历其间的价格。这样推导出的公式更加现实。从1973年后，莫顿和布莱克以及斯科尔斯继续合作，在专业经济学杂志上发表了不少论文，将定价公式扩展到许多衍生金融品上。

在1974年莫顿发表的《企业债务的定价》一文中，他利用期权定价模型解决了企业的定价问题，1977年他又发表了对贷款担保进行分析的文章，为大型项目成功实施融资提供了帮助。莫顿对企业债务的这种分析，使人们认识到：可以利用期权定价方法对所有具有期权特点的决策问题进行研究，从而使得期权定价理论在投资决策分析中得以广泛应用。可以说莫顿等人的理论开创了一个新的领域，从1988年起，这个新的领域被命名为“金融工程”。“金融工程”主要是要求在日常管理，尤其是风险管理上是有定量的理论可以运用的，这是20世纪经济科学中最大的一个进展。从科学意义上讲，这一理论把数理经济从丁泊根到萨默尔逊的努力推到了最高峰。

1988年莫顿前往哈佛大学，至今执教于哈佛大学。莫顿博士还获得了芝加哥大学、洛桑大学等大学的名誉学位。作为国际金融工程协会的一名高级会员，莫顿是年度金融工程师奖的第一位授予者，此外他还是美国金融协会的前任主席和国家科学院院士。

莫顿博士于1997年获得诺贝尔经济学奖，被称为“现代金融界的牛顿”。他主要致力于发展有关资本市场和金融机构方面的金融理论。《连续时间金融》是莫顿1990年的著作。在该书中，莫顿全面、系统地阐述了期权定价理论与模型，该书被认为是与寇斯·鲁宾斯坦的《期权市场》和杰罗·卢德的《期权定价》齐名的关于期权及衍生金融工具定价的重要著作。

1995年，莫顿出版了《金融工程学案例：金融创新的应用研究》一书，该书作为哈佛商学院MBA学生研究金融工程学的教材，涉及金融领域许多重要的创新，包罗各种金融工具、市场和机构的操作者，内容丰富且具探索性。

在这本书中，莫顿对金融创新的动态特征、功能、成本因素、套利机会金融市场理论和实践等一系列课题进行了深入探讨，使其成为学习和运用金融工程学的好教材。此外在跨期投资组合选择、资本资产定价、期权定价、高风险的公司负债、抵押贷款，以及其他复杂衍生物证券化等领域，有多本专著。他的研究还涉及金融机构的运营与管理，如资本预算的分配、制造、套期和风险管理等领域，是一位在诸多方面均有建树的杰出人物。



罗伯特·C·莫顿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 1 章 什么是金融



2. 为什么研究金融学习金融

至少有以下五个理由：

·管理个人的资源。

·处理商务世界中的问题。

·寻求令人感兴趣和回报丰厚的职业。

·以公民的身份做出有根据的公共选择。

·扩展你的思路。

让我们来评论一下这些理由。第一，了解金融有助于你管理个人资源。你可以在对金融缺乏了解的情况下有所成就吗？也许可以。但是，如果你彻头彻尾一无所知，那么你的命运就掌握在他人手里了。记住这句古训："愚人同其金钱会迅速分道扬镳。"

在某些情况下，你会求助于专家。世界上有许许多多金融从业者和金融服务公司提供金融服务，如银行家、股票经纪人、保险代理人、出售共同基金和其他金融产品与服务的公司。如果你是一位潜在的客户，专家的建议经常是免费的。但是，你又如何评价你得到的建议呢？学习金融将为你建立起进行评价的概念框架。

第二，对金融的基础性了解对于商业世界来说是特别重要的。即使你并不期望在金融领域有所钻研，你还是必须对金融专业人士所使用的概念、技术和专业术语有充分的理解，以便与他们进行交流，并认识到他们能力的局限性。

第三，你可能对金融职业很有兴趣。在金融领域有多种潜在价值的从业机会，并且存在很多途径可以使你成为金融专业人员。大多数金融从业人员在金融服务行业工作，包括银行业、保险业、投资管理等。然而，也有很多人以金融管理人员的身份服务于非金融企业或政府部门，甚至有些人在学术机构任职。

家庭、企业和政府机构经常征询金融顾问的建议。而且，金融方面的背景会为一般管理方面的职业构成良好的基础。许多大公司的首席执行官是从金融干起的。

第四，作为公民，要做出有根据的公共选择，应该对金融系统的运行情况有基本的了解。对于任何市场经济社会，金融体系都是一个重要的基础性行业。实际上，许多人认为，一批状况良好的金融机构是经济增长和发展的不可或缺的因素。作为公民，我们有时必须做出可能影响金融体系运行的政治选择。例如，有两个候选人，一个主张废除政府存款保险，另一个要加强对股票交易的控制，你要投谁的票呢？

第五，仅从学术上说，金融也是一个十分有意思的研究领域，它可以扩展一个人对现实世界运行状况的认识。对金融进行科学研究已经有很长的历史了。于 1776 年出版的亚当·斯密的《国富论》，被认为是经济科学的开端。今天的金融理论家是专门研究金融经济学的经济学家。实际上，在 1990 年和 1997 年，诺贝尔经济学奖就授予了在金融领域做出科学性贡献的学者。

3. 家庭的金融决策

家庭的组成和规模各不相同。一个极端是扩展式家庭，几代同堂，共同分享经济资源；另一个极端是一个人单独居住，很多人并不认为这是家庭。在金融中，它们均被称作家庭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

家庭要处理四种基本的金融决策：

·消费和储蓄决策：将多少当前的财产用于消费，将收入的多大部分储蓄起来，以备日后之需？

·投资决策：如何投资用于储蓄的金钱？

·融资决策：家庭在何时及如何使用他人的钱来完成消费和投资计划？

·风险管理决策：如何减少家庭面临的金融方面的不确定性，或者说，如何减少风险？

家庭存入一部分收入以备日后需要，人们便会积累一些财产。这些财产有多种形式。一种形式是银行账户；另一种形式可能是一份房地产或是公司股份。所有这些都是资产。资产是具有经济价值的东西。

人们选择以何种方式保持其储蓄，称为个人投资或资产分配。除了投资于自己的住房外，人们经常选择投资于金融资产，如股票、债券等。

当人们借款时，会形成负债，这是财务的另一种说法。家庭的财产或者说净资产，是通过资产减去负债计算出来的。假设你拥有一幢价值 100000 美元的房屋，并有一个 20000 美元的银行存款账户；同时你因住房抵押贷款欠银行 80000 美元，并有信用卡上的 5000 美元的借方余额。你的净财富是 35000 美元：全部资产——120000 美元——减去全部负债——85000 美元。最终，社会上的所有资源都被家庭部门拥有，因为它们拥有企业（直接拥有，或者通过持有公司股票、养老金、或者人寿保险单拥有），并且支付由政府开支的税收。

金融理论认为，人们的消费偏好是给定的。虽然偏好会随着时间的推移而改变，但理论并未阐述它如何改变以及为什么会改变。人们的行为被解释为用来满足其偏好。对企业和政府的行为的考察是从其如何影响人们的福利这一角度出发的。



第 10 章　风险管理概论

1. 什么是风险

我们首先从不确定性与风险的区别开始说起。当一个人不能确定将来会发生什么时，就存在不确定性。风险即不确定性，它之所以重要，是因为关系到人们的福利。因此，不确定性是风险的必要条件而非充分条件。任何一种存在风险的情况都是不确定的，但在没有风险的情况下也存在不确定性。

例如，假设你要召开聚会，请了 12 位朋友。你认为最好 12 人中有 10 人能来，但是这里存在着不确定性：可能 12 个人全来，也可能只来 8 个人。然而，只有当这种不确定性大大影响了你召开聚会的计划时才有风险。知道了确切的客人数能改变你的行动吗？如果不能，那就只存在不确定性，不存在风险。

例如，在为聚会做准备时，你必须确定要准备多少食物。如果你已经确定了有 10 位客人会来，你会为那 10 个人准备足够的食物，不多也不少。如果实际上来了 12 位客人，食物就不够了，你会因为这个结果而心中不快，因为有些客人会饿着肚子，不满意你的招待。如果实际上来了 8 位客人，那就有了过多的食物，你也会不高兴，因为你把你有限的资源浪费在多余的食物上。在这里，不确定性产生了影响，存在风险。

反过来设想，你已经告诉你的客人举办的是家常便饭式的晚餐，请每一位客人自己带足食物参加。那么，不管来的客人多于 10 位还是少于 10 位，都不会影响你准备聚会。在这种情况下只有不确定性，而不存在风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在许多有风险的情况下，可以用一种简单而直接的方式将可能的结果分为损失或收益。例如，假定你投资于股票市场，如果你持有的股票价格下跌，这就是损失；如果价格上扬，便是收益。人们通常将损失增加而非收益上涨的可能性看作是风险。

但是也存在没有明显下降或上升的情况。你计划的聚会就是一个例子。

出席聚会人数的不确定，即出席聚会的人数多于或少于预计的人数，会产生风险。这样，无论朝哪个方向与预计价值偏离，都是令人不快或代价很高的。

风险厌恶是一个人在承受风险情况下其偏好的特征。可以用它来测量人们为降低所面临的风险而进行支付的意愿。在降低风险的成本与收益的权衡过程中，厌恶风险的人们在相同的成本下更倾向于做出低风险的选择。例如，如果通常情况下你情愿在一项投资上接受一个较低的预期回报率，因为这一回报率具有更高的可测性，你就是风险厌恶者。当对具有相同的预期回报率的投资项目进行选择时，风险厌恶者一般选择风险最低的项目。

风险管理

假定你的聚会不是一顿家常便饭，不确定性就会产生很大的影响，特别是你更喜欢为来宾准备恰好足够的食物时。这里有多种行动方案可供选择，每种选择都有特定的成本。

例如，你可以订购足够12个人吃的食物，并保留将多余的食物退给餐馆并得到退款的权利。你也可以订购8个人的食物，并保留需要时再续订的权利，你肯定要为获得这些选择权而进行额外的支付。这样，在消除订购错误数量食物的风险所获得的收益和减少这一风险所支付的成本之间就有一个权衡。确定减少风险的成本收益权衡方案和决定采取的行动计划（包括决定不采取任何行动）的过程称为风险管理。

有时担心的结果实际上没有出现。人们会由于为减少风险而采取了高昂的措施而感到遗憾。如果你恰好在一种有风险的股票价格上涨两倍之前将其售出，你肯定会对这一决策深表遗憾。然而，重要的是要记住，所有出于不确定性而做的决策必须在这一不确定性出现之前做出。关键是你所做出的应当是就你当时所能获得的信息来说是最好的决策。每个人都是事后诸葛亮，没有人有完全的先见之明。实际上，区分决策制定者是技术高明还是幸运是很难的。从定义上讲，风险管理决策是在不确定的情况下做出的，因而出现多种结果是可能的，但最终只有一种结果出现。如果一个决策是在许多信息无法获得的情况下做出的，对这个决策指责或称颂都不是十分明智的。对风险管理决策正确性的判断应当基于做出决策时可获得的信息。

例如，你觉得有可能下雨而带伞去上班，如果没下雨，你也不应当谴责自己做出了错误的决定。假设所有的天气预报都预报有雨，你却没带伞，而恰恰也没下雨，你也不应当自以为聪明，你只是比较幸运罢了。

风险暴露

如果你因为职业、工作性质或消费模式的原因而面临着一种特殊类型的风险，你就是处于风险状态之中。例如，如果你是一个公司的临时职员，你面临的被解雇的风险就相对较高。如果你是一所重点大学的终身教授，你面临被解雇的风险则相对较低。如果你是一个农民，你不仅面临着谷物歉收的风险，还面临着农作物售价下跌的风险。如果你的生意包括进出口贸易，你将面临汇率变化的风险。如果你拥有一幢房子，你除了要面对房屋市场价格下跌的风险，还面临着火灾、盗窃、风暴损害、地震损害等诸多风险。

所以，不能对一项资产或交易的风险性进行孤立或抽象的估计。在一种情况下，某一特定资产的买卖可能增加你的风险暴露程度；而在另一种情况下，相同的交易又可能减少风险。比如，如果我购买了1年的人寿保险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

单，对我的家庭来说降低了风险，因为如果我死了，保险公司的赔付能弥补它们收入中用来支付保险的那部分支出。如果与我没有关系的人购买了我的人寿保险，他们打赌我会在保险的有效期间死去，他们并没有减少风险。或者，如果一位即将收获小麦的农民签订一项协议，在未来以某一固定价格销售小麦，这一交易降低了风险。但是，对没有小麦可卖的人来说，签订同一协议是基于对小麦价格将下跌的推测，做投机买卖，只有在履约日的市场价格高于协议规定的价格时，他们才可以盈利。

“投机者”可以定义为所处的交易部位是通过增加自身的某种风险暴露程度而寄希望于以此增加财富的投资者。与此相反，套期保值者是处于减少风险暴露程度的交易部位。同一个人可能在某些风险暴露面前是一个投机者，而在另一些风险面前是一个套期保值者。

2. 风险与经济

为防范各种风险应购买多少保险之类的金融决策，显然与风险管理有关。但是，许多普通的资源分配决策，如储蓄、投资及融资决策，也面临很大的风险，也是风险管理决策的重要组成部分。

例如，人们为了应付意料之外的未来开支，会进行更多的储蓄，这就刺激了家庭储蓄的增长。经济学家把这称为预防性储蓄。在第5章里我们阐述了家庭如何运用货币的时间价值概念做出生命周期的最佳储蓄决定。但在该分析中，我们忽略了风险和预防性储蓄。在现实中，家庭不应当也绝不能忽视两者。

在下面的部分中，我们讨论风险对家庭、企业和政府的主要经济决策的影响。但首先让我们回想一下为何从家庭（即人）开始。

金融系统的根本作用是帮助实现最优的家庭消费和资源分配。经济组织诸如企业和政府的存在，主要是为了便利这一根本作用的实现，因此，不首先理解人们的金融经济行为包括他们对风险的反应，我们就不能正确地理解这些经济组织的最优功能。

家庭面临的风险

风险的种类很多，家庭面临的风险主要有五类：

1. 疾病、残疾和死亡：意外疾病和事故伤害的治疗和陪护的需要，及无法工作造成的收入损失，会给人们增加巨大的开销。

2. 失业风险：指失去工作的风险。

3. 耐用消费品风险：这一风险源自房子、汽车或其他耐用消费品所有权的损失。这些损失可能是因为火灾或偷盗引起，也可能是由于技术进步或消费者偏好的变化而使原有耐用消费品过时或废弃而引起。

4. 负债风险：若你应当对其他人蒙受的损失承担责任，当他向你提出经济索赔时，便产生负债风险。例如，你因为开车粗心大意而造成车祸，便需要承担他人人身伤害和财产损失的费用。

5. 金融资产风险：这一风险源自持有一种或几种不同种类的货币的金融资产，如股票或固定收入证券。发行这些证券的公司、政府或其他经济组织面临的不确定性，是金融资产风险的根源。

家庭面临的风险事实上影响所有的经济决策。例如一项投资于研究生教育的个人决策。我们在第5章应用货币时间价值方法分析这一决策时忽略了风险。而投资于更高层次教育的一个重要原因，是增加人力资本的适应性。一个具有更广泛的教育背景的人，通常更能对付失业的风险。

公司面临的风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

组建公司的主要经济目的是生产产品并提供服务。事实上公司的每一项活动都要承担风险。对企业而言，承担风险是其不可分割的基本组成部分。公司的商业风险由其风险承担者承担：股票持有者、债权人、顾客、供应者、雇员和政府。金融系统可将公司面临的风险转移给其他当事人。专业化的金融企业，如保险公司，提供汇集和转移风险的服务。不过，公司面临的所有风险最终都源于人。

例如有关生产烘烤产品的风险。面包店是从事这项生产的公司，与其他行业的公司一样，面包店也面临着多种类型的风险：

1. 生产风险：这类风险是指机器（如烤炉、送货卡车）损坏、原料（如面粉、鸡蛋）没有及时送到，工人旷工以及由于新技术的出现而使公司现有设备被淘汰。

2. 产品的价格风险：消费者偏好出现意料之外的变化。

例如在饭店芹菜成为面包的流行替代品，从而使面包店生产的焙烤食品的需求产生非预期性变化，焙烤食品的市场价格会下跌，或者竞争更加激烈，面包店被迫降价。

3. 进料价格风险：这一风险是指面包店一些原料价格因非预期性的变化而产生的风险，面粉会更加昂贵，或者工资上升。如果面包店以浮动利率借款维持其经营活动，则面临着利率升高的风险。

面包店主并非唯一承受商业风险的人。面包店经理（如果经理与店主并非同一人）和雇员也承担一定的风险。如果收益率很低或生产技术变化，他们中的一些人也会被迫减薪甚至全体失业。

风险管理是面包店能够有效管理的技术秘方的一部分。公司的管理班子可以运用多种技术管理这些风险：在存货中多存些面粉，以便在面粉送货延迟的情况下自我保护；为机器设备保存备用部件；也可以向一些服务机构订阅报纸或杂志，以预测产品需求趋势。公司也可以购买保险，抵御诸如员工意外伤害或机器被盗之类的风险。公司还可以通过以下方式降低价格风险：与消费者或供应商直接签订固定价格合约，或进行商品、外汇、利率的远期合同、期货、期权的市场交易。权衡降低风险措施的成本与收益，是管理面包店的一项重要工作。

风险也能影响公司本身的大小和组织形式。面包店有不同的规模和类型。一个极端是由个人或家庭拥有和经营的小的生产和零售商；另一个极端是像大陆面包公司这样的大型企业，该公司拥有几千人的劳动力和数量更多的股东。组织大型企业的一个目的（通常并非唯一目的），是更好地管理其产品、需求和价格的风险。

政府在风险管理中的角色

各级政府都通过预防或再分配风险在风险管理中担任重要的角色。

人们通常向政府寻求保护和经济救援，以应付各种自然灾害和人为危害，包括战争和环境污染等。支持政府在经济发展中担任积极角色的观点认为：政府在其职权范围内，能够有效地在所有纳税人中分散其基础设施的投资风险。政府官员通常利用市场或金融体系的其他渠道实施其风险管理策略，正如公司或其他非政府经济组织所做的一样。

然而，正如其他组织那样，所有的风险从根本上讲是由人造成的。无论政府为自然灾害提供的保险，还是为银行存款受损提供的保险，都不是免费的。政府或者要求被保险方支付提供保险服务所需的费用，或者让纳税人承担这一切。

3. 风险管理过程

风险管理过程是为分析和应付风险而进行的系统尝试。这一过程可分为如下五个步骤：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1. 风险识别。

2. 风险评估。

3. 风险管理方法选择。

4. 实施。

5. 评价。

风险识别

风险识别包括指出分析对象所面临的重要风险是什么，分析对象包括家庭、公司或其他实体。有时家庭或公司并不完全知道其面临的所有风险。例如，一个从未因生病或受伤而误工的人很少会考虑伤残风险。购买保险以预防伤残风险尽管很需要，但人们可能根本没考虑到。

另一方面，一个人可能购买了某种保险，但风险并不存在。例如，许多独居的无依无靠的人购买附有亲属受益的退休储蓄产品。如果他们在退休前死亡，他们指定的受益人将得到账户积累的价值。但是如果他们没有人需要被赡养，那就不需要这种保护。

有效的风险识别需要一个人把组织作为一个整体来观察，把所有可能产生影响的不确定性考虑在内。例如一个家庭承受股票市场风险的情况。如果你是一个股票经纪人，你未来的收入就紧紧地依赖于股票的价格走势，你的人力资本因之受股票市场状况的影响，你也许不应该将其他的非人力资本也投到股票上。另一方面，一个与你年龄相仿的朋友，作为政府官员，与你收入相同，他很可能被劝说将其有价证券投资的一大部分投于股票，因为他的人力资本并未遭受股票市场的风险。

上述原则同样适用于企业。例如，一个在海外以固定的外币价格购买原料、销售产品的公司，对公司经理来说，仅考虑汇率的不确定性对公司收入和成本的影响，并没有多大的意义，对公司的所有股东而言，重要的是公司收入减去成本后汇率的不确定性产生的净效应。尽管公司的收入和成本都受到汇率变化的严重影响，但公司承受的汇率不确定的风险可能为零。

看看收入同时受价格和产量不确定性影响的农民。假定农作物歉收导致价格相应上涨，结果，农业收入（等于价格×产量）是个常量。尽管农民最初似乎不仅面临着价格风险，而且面临着产量风险（农作物歉收的风险），但在农业收入整体分析水平上却可能没有风险。采取措施减少农民承担的价格变动风险，可能产生增加农民总收入不确定性的不良影响。

为识别风险暴露程度，有必要设一个检验表，列出组织承担的所有潜在风险及其相互关系。对一个公司而言，这需要大量的具体知识，包括企业所处产业的经济学知识、公司技术及供货来源等。

风险评估

风险评估是与风险管理第一步识别风险有关的成本量化。例如，有一个刚从大学毕业，才开始工作的单身女子，她在大学读书时，父母所投的健康保险包括她在内，但如今她已没有任何健康保险了，因此她确认疾病是她面临的一项主要风险。为评估她的风险程度，需要一些信息，比如像她这样年龄和身体状况的人，得病的可能性有多大，治疗的费用又是多少等。

很清楚，获取她需要的信息的代价可能很高。保险公司的主要功能之一就是提供这种类型的信息。公司雇用保险精算师，即在数学和经济方面受过专门训练的专业人员，由这些人员收集和分析数据，估计疾病、意外事故

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

或其他类似风险发生的概率。

面对金融资产的风险，家庭和企业常常需要专家的建议，对他们面临的风险进行评估，并通过量化，在风险与各类资产如股票、债券的投资回报之间进行权衡。他们通常求助于专业的投资顾问、共同基金或其他金融中介及服务公司帮他们做这些评估。

风险管理方法的选择

减少风险有四种基本方法：

1. 风险回避；2. 预防并控制损失；3. 风险留存；4. 风险转移。

让我们简单解释一下每一种方法：

1. 风险回避：是一项有意识地避免某种特定风险的决策。因为考虑到风险太大，人们会决定避免从事某种职业，公司会避免从事某些经营活动。但是，回避风险并非总是可行的。例如，所有的人都必然面临疾病的风险，这是不可避免的。

2. 预防并控制损失：是为降低损失的可能性或严重性而采取的行动。这种行动可以在损失发生之前、之中或之后采取。例如，为避免得病，可以吃得好点、睡眠充足、不抽烟、远离感冒人群等。如果你已感冒，可以躺在床上休息，降低转成肺炎的可能性。

3. 风险留存：指承担风险并以自己财产来弥补损失。这种情况有时是因为过失而产生，例如某人没有觉察到风险的存在或没有对风险给予足够的重视。但也有人可能是有意识地决定自己承担风险。例如，有的人可能选择用其积累的财富负担治疗疾病的费用，而不购买健康保险。家庭预防性储蓄正是为了承担留存的风险。

4. 风险转移：指将风险转移给他人。将带有风险的资产卖给别人或购买保险，便是这种风险管理方法的例子。不采取行动回避风险，而依靠别人弥补损失，是另一个例子。

实现风险转移有三种基本方法：套期保值、保险、分散投资。

实施对于已识别的风险，在决定了采取何种措施以后，接下来就是实施这些措施。这一阶段风险管理的基本原则是使实施费用最小化。例如，如果你决定购买某种健康险，你应当选择提供最低价格的保险公司。如果你已决定投资于股票市场，你应当比较通过基金会购买股票和通过股票经纪人购买股票的成本。

评论

风险管理是一个动态过程，在这一过程中需要对决策进行定期的评价和修正。随着时间的推移和情况的变化，可能产生新的风险；有关风险可能性和严重性的信息可能更易获得；管理这些风险的方法可能越来越便利。如果你是单身，你很可能决定不购买人寿保险；而如果你结婚并有了孩子，就很可能做出相反的决定；或者你会改变投资组合中投资于股票的资产的比例。

4. 风险转移的三种方法

在前面介绍的四种风险管理方法中，将部分或全部风险转移给他人，是金融系统扮演的最重要的角色。转移风险最基本的方法是出售有风险的资产。例如，一所房子的主人至少要承担风险：火灾、暴风袭击和房子的市价下跌。通过出售房屋，房主摆脱了面临的所有风险。然而，假如一个人不能或不愿出售有风险的资产，也可以通过其他方式管理所有权的某些风险。例如，可以购买保险应付火灾、暴风袭击，只剩下市价下跌的风险。

我们将风险转移的三种方法分别称之为套期保值、保险和分散投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

套期保值

当一种行为不仅降低了一个人面临的风险，同时也使他放弃了收益的可能性时，我们就说这个人在套期保值。例如，农民为了减少收获时农作物价格降低的风险，在收获之前以固定价格出售未来收获的农作物，就意味着他放弃了收获时农作物价格升高而获得利润的可能性，他是在套期保值以减少农作物价格风险。如果你一次订阅 3 年的杂志而非 2 年，你是在套期保值以减少杂志价格上升的风险。你减少了因订阅价格上升而产生的潜在损失，但是你也放弃了因订阅价格下降而可能获得的潜在收益。

保险

保险意味着支付额外的费用（保险费）以避免损失。通过购买保险，你以一项确定的损失（为保险而支付的额外费用）替代了如果不保险而遭受更大损失的可能性。例如，如果你有一辆车，为应付毁坏、偷盗、伤害自己或他人的风险，你购买了某些保险。为防止明年因为这些意外情况而造成的潜在损失，现在你为汽车可能要支付 1000 美元的保险费。1000 美元的确定损失代替了成百上千美元损失的可能性。

保险和套期保值有着本质的区别。在套期保值时，你通过放弃潜在收益降低造成损失的风险。保险则是通过支付保险费，在保留潜在收益的情况下降低损失的风险。

例如，假定你住在美国，拥有一个进出口公司，你确定 1 个月后将收到 10000 德国马克。现在德国马克对美元的价格是 1 德国马克折合 1.5 美元，但你不知道一个月后将会怎么样。因此，你面临着汇率风险。

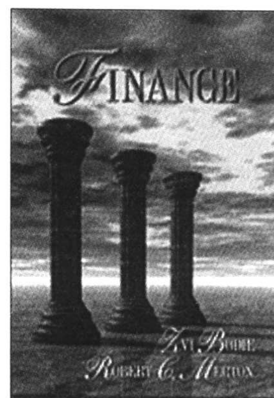
你可以通过套期保值或保险的方式处理这种风险。套期保值措施包括现在签订一项合同，在月底以固定价格，比如 1 德国马克折合 1.50 美元，将你的 10000 德国马克出售。这项合同并未花费你 1 分钱，它保护你免受因德国马克的美元价格下跌而造成的损失，但是，通过套期保值措施，你放弃了未来一个月中德国马克的美元价格上涨而形成的潜在收益。作为选择，你也可以通过支付保险费，获得一项看跌期权，给你权利（不是义务）在从现在起的 1 个月内以 1 德国马克折合 1.50 美元的价格出售你的 10000 德国马克，以此防止德国马克的美元价格下跌。如果德国马克的美元价格降到 1.50 美元以下，你就受到了保护，因为你从现在起的一个月内有权以 1 德国马克折合 1.50 美元的价格出售你的德国马克。如果德国马克的美元价格上涨，你也可获得 10000 德国马克的美元价格增加的好处。

分散投资

分散投资意味着持有相同数额的多种风险资产，而不是将所有的投资集中于一项。分散投资降低了人们拥有任何单一资产所面临的风险。

考虑一下经营风险的多样化问题。例如，因为相信新的遗传工程药物的发现在未来几年内将提供巨大的潜在利润，你考虑投资 100000 美元于生物工艺学领域，若你将钱全部投资于正在生产新药的一家公司。在这种情况下，你的生物技术投资是集中的而不是分散的。

分散投资可以由个人投资者直接投资于市场，也可以通过公司或金融中介机构进行。你可以通过如下方式分散你在生物工艺学行业的投资：



《金融学》
英文版封面

1. 投资于多家生产新药的公司。

2. 投资于生产多种药物的一家企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3. 投资于一个基金会，该基金会参股于多家生产新药的公司。

为阐述分散投资如何减少风险程度，我们将所有的100000美元集中投资于一种新药的生产与分别将50000美元投资于两种不同药物生产的两种情况进行对比。假定对每一种药物而言，成功意味着你的投资以4倍回报，而失败意味着损失所有的投资。这样，如果你投资100000美元于一种药物，那么或者以400000美元结束，或者一无所获。如果你分散投资，分别将50000美元投资于两种药物，仍旧有以获利400000美元结束的可能性（如果两种药物都成功），另一种情况是一无所获（如果两种药物都失败）。然而，还有一种中间的可能性，即一种药物成功，另一种药物失败。结果你将以200000美元的结果结束（是你投资于成功药物的50000美元的4倍，而投资于失败药物的50000美元回报为0）。

如果你投资的每种药物总是或者一起成功，或者一起失败，那么分散投资不能降低你的风险。在上面投资于两种药物的例子中，如果不可能出现一种药物成功一种药物失败的情况，在一种药物上集中投资与在两种药物上分散投资对于你的风险而言没有什么区别。每种情形下，都只有两种可能的结果——或者以400000美元结束（所有的药物都成功），或者损失你所有的投资（所有的药物都失败）。在这种情况下，每种药物经营成功的风险可以说是完全互相关联的。为减少风险程度而分散投资，其风险必须是相互之间完全不相关的。

分散投资能够通过减少由每个家庭产生的特殊风险而增加家庭福利。然而，分散投资本身不能减少总的不确定性。如果每年发明1000种新药，成功药物数总的不确定性并不依赖于不确定性是如何在制药公司的投资者中进行广泛分配的。然而，这种不确定性对家庭福利的不利影响却可以通过投资分散化而得以减少。对分散化投资者与集中投资者以往业绩的比较分析显示，最引人注目的赢家很可能来自于不分散投资的投资者，但这一投资者群也是最可能产生惨痛失败的输家的一方。通过投资组合的分散化，你会减少以上两种极端的形式结束你的投资的可能。

为强调这一点，让我们回到先前投资于新药生产的例子。对每种成功的药物，你的投资可得到4倍回报；而对每种失败的药物，你失去了全部投资。这样，如果你把100000美元集中投资于一种药物，那么或者以400000美元结束，或者一无所获。

考虑分别将100000美元投资于新药的两个投资者。第一个投资者投资于A药，第二个投资者投资于B药。现在第三个投资者加人，他将资金一半投资于A药，一半投资于B药。

假定A药成功，B药失败。则第一个投资者获得400000美元。他发现自己能收回4倍于投资的资金，是一个投资“天才”。第二个投资者因为失去全部投资造成巨大损失，相比之下是一个“傻瓜”。但是，假定A药失败、B药成功，那么第一个投资者和第二个投资者的称呼就正好相反。分散投资的第三个投资者，在两种情况下都只获得200000美元，是一个“中等”或“平均”的投资者。

当然，任何人都愿意成为大赢家并被人称为天才。但如果那只有通过事先的决策才能实现，并且这一决策事后或者导致巨大的盈利，或者导致巨大损失，那么选择一种折中的方案或许更好。

尽管这一观点很明显，人们却往往忽略它。幸运经常被解释为技巧。于是，如下新闻报道并非罕见：某些股票市场投资者并没有分散投资，而是集中于一种股票，却获得了巨大的成功。尽管这些投资者可能确实是投资天才，但他们更可能仅仅是由于走运。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《投资艺术》



【美国】查尔斯·艾里斯（1941～ ）

投资人身为顾客，应该很关心自有资金的管理方式，这点似乎非常清楚，但实际上，他们通常几乎毫无作为，一直到无法收拾为止。简单地说，本书是为准备主导本身投资命运的投资人而作。

虽然每个人都知道，每个家庭的资金和其他任何资金都不同，每个退休基金或是校产基金也一样，而且差异经常都相当大，虽然一般人都认为，差异这么大，反映出来的应该是不同的投资政策和做法，但实际上，大多数基金的投资组合却大同小异。

其实不应该如此，不管投资人是个人、公司还是大学，需要和知道的都不相同，投资组合也不应该相同。经理人和客户的关系不同，所以也不应该相同，有些客户是高明的专家，有些则不是，因为客户的知识不同，因此和经理人的关系应该也不同。

投资客户不指引明确的方向，投资经理自然会趋向中庸之道，建立中性的投资组合，变得平凡之至，而且用相同的方式应付所有投资人也比较容易。换句话说，投资经理通常会为所有客户，建立一般的投资组合，而不是细心建构符合每位散户特定目标的投资组合。

——引自《投资艺术》



查尔斯·艾里斯是投资管理思潮的先行者之一，在为专家理财服务机构提供咨询方面享誉全球。美国先锋集团创办人约翰·伯格尔曾说过，查尔斯·艾里斯的思想……对他和他创办的公司至关重要。著名投资家彼得·杜拉克则认为，查尔斯·艾里斯在投资与理财方面的专著与专栏文章有效地改变了美国人的证券操作理念。

查尔斯·艾里斯所著的《投资艺术》一书是一本证券投资者的必读书，是当代最受推崇的投资名著。该书的写作源于一个关键性的命题：一名投资散户，如何在大多数人投资失败的局势下仍然获利。查尔斯·艾里斯用雅俗共赏的语言，揭示了建立和管理一个合理投资组合的有效方法。

查尔斯·艾里斯似乎有一种奇特的本领，能把精深的现代投资组合理论转化为人们能够从容掌握的操作常识。这使得《投资艺术》一书在证券书海中别具一格，尤其对于长线投资者，这是一本能让财富最大化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的不可或缺的读物。

对于许多普通的投资者来说，对这位大师知道与否并不重要，重要的是你有没有错过这本书。投资已成为生活的一部分，而我们也希望有高品质的生活，因此在投资时享受一下《投资艺术》，或许可以有更好的投资品质。





艾里斯的《投资艺术》一书是投资方面的开创性著作，这本书能帮助读者聪明而有远见地直面自己的财务问题，建立一个投资计划，在以后的岁月里尽快实现财务安全和财务自由。

《投资艺术》起源于查尔斯·艾里斯的一篇获奖论文，经过丰富与扩展，成为当代最受推崇的投资名著。作为一个思虑周全、善于规划投资策略的专家，作者在本书中细致考察和分析了当今散户的投资环境，系统地阐述了散户及投资经理投资理念的误区，并提出散户自身的投资哲学：了解资本市场和投资的性质；把握自己的财务前途，提高自律性；调整自己的投资计划，以适应市场和自身的利益及目标；用最有效的方式与投资经理人合作。

《投资艺术》一书里，有一个明确的观点，就是投资人经常过度授权给投资经理，说得精确一些，是太放手让投资经理承担投资人自己能够而且应该承担的责任。投资人有一些不可授权的责任，包括制定符合目标的明确的投资策略，确立适合自有资金的长期目标，并且管理自己的投资经理人，确保经理人遵循投资人订立的政策。

投资人身为顾客，应该很关心自有资金的管理方式，这点似乎非常清楚，但实际上，他们通常几乎毫无作为，而《投资艺术》这本书就是为那些准备主导自身投资命运的投资人而作。虽然每个人都知道，每个家庭的资金和其他任何资金都不同，而且差异经常都相当大，而且一般人都认为，差异这么大反映出来的应该是不同的投资政策和做法，但实际上，大多数基金的投资组合却大同小异。其实，不管投资人是个人还是公司，需要和目的都不同，所以投资组合也不应该相同，有些客户是高明的专家，有些则不是，因为客户的知识不同，因此和经理人的关系也应该不同。

查尔斯·艾里斯认为，投资客户不指引明确的方向，投资经理自然会趋向中庸之道，建立中性的投资组合，变得平凡之至，而且用相同的方式应付所有投资人也比较容易。换句话说，投资经理经常会为所有客户建立一般的投资组合，而不是精心建构符合每位特定目标的投资组合。可笑的是，专业的投资经理同时一再慨叹，觉得客户没有尽到本分，因此自己做投资决定时必须妥协。经理人尤其相信，如果客户针对投资过程，采取比较长期的观点，并且愿意以更明确的方式，说明自己真正希望拥有的投资组合种类，经理人应该可以缔造超过现状的绩效。

在《投资艺术》一书中，作者指出客户要有一种中心责任，必须进行规划和监督，确保长期投资政策按照方案执行，这种责任不能授权给投资经理。客户要尽到本分责任，需要三种特性：一、确实有兴趣规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

划和了解自己真正的利益和目标；二、了解资本市场和投资的基本性质；三、能够自律，以便拟出基本政策，满足务实的长期投资目标。除了很富有的散户之外，大部分散户面对投资经理时，都不是处于有利的谈判地位，甚至无法讨论自己的投资需要，以及专业投资经理如何满足这些需要，或者应该如何满足这些需要。但是，即使是最小的散户，都可以花时间，从能干、认真的投资机构提供的投资服务中，找到真正符合个人最佳利益的好伙伴。

《投资艺术》这本书虽然严词批评目前的投资做法，却绝未谴责投资经理，作者认为专业经理人并非没有技术或不够勤奋，情形恰好相反，正是因为有这么多精明能干的专业投资人，个个都试图击败市场，以至于就一个团体而言，团体中的任何一分子，都很难大幅胜过其他人，长期来看，尤其如此。想击败市场有两个不同的问题，问题之一是要达成目标难之又难，而且在设法表现出众时，又表现为不如人。另一个问题是，你会因此分散自己和投资经理的注意力，疏于建立十分符合自己特定需要的长期目标和投资政策。

查尔斯·艾里斯在《投资艺术》一书中告诫我们：投资管理的真正目的不是“击败市场”，而是为特定客户做真正正确的事情。客户疏忽自己的义务，却要求投资经理人尽力达成目标，击败市场，这是客户应该自行负责的。投资人重要吗？投资人的确应该很重要。但是重要与否，完全要看是否肯定自己的权限，尽到责任。决定投资目标，规划健全的投资政策，并且要求投资经理人在投资组合日常管理中，负责执行长期投资政策。

阅读本书，不但能够学到如何投资，而且在这么短的篇幅里，能学到如何成为成功的投资人，知道如何在资本市场实际限制下，所设计的投资计划也行得通，提供能让你最满意、最适合你目的的成果。



换一种思路



如果有人对你说：规划健全的长期投资计划时，以10年为一个单位经常最为适宜。你会有什么样的反应？如果有人对你说，每10年对你的投资政策进行一次检讨，你又会有什么样的反应呢？在查尔斯·艾里斯先生看来，健全的投资具有长期性质，我们在规划时，明确考虑相当长久的时间，会比较明智，思虑一定会比较周到。但是，10年，这对于中国的投资者来说实在是太漫长了。上海证券交易所和深圳证券交易所成立至今才10多年的时间。我们从周围感觉到的投资期限，完全是另外一个概念，一年以上就算是长期的了，半年是中期，短期则是指几个星期甚至几天。但是，《投资艺术》一书的作者告诉你，如果你在最近的两三年内需要用钱买房子，那么这笔钱最好不要投资在股票上。《投资艺术》中的投资期限与我们股票市场操作中的期限，简直就是两个世界中的概念。但这里面难道没有值得我们思考和寻味的地方吗？我国股票市场的产生和发展是与我国的国有企业改革和国有经济改革相联系的，是我国经济现代化第一个重要组成部分。我们的改革和经济的强盛不是一朝一夕可以达成的，我们股票市场的发展和股票投资期限也应当从这样一个长期的过程来考虑。只要我们对我国经济发展和经济现代化前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

景有信心，就应当对我们的股票市场有信心。最好的投资方式，就是买了股票后至少放十年八年，赚取与我国的经济发展整体成就相适应的长期投资回报。

长期投资政策确定以后，还需要把握股票的买进与卖出时机。《投资艺术》一书告诉大家，大多数投资人因为太易受人性左右，比较喜欢持续上涨的股市，而且在股价已经高涨时，最热衷于买进更多的股票，大多数投资人在股价下跌之后，最容易在股价已经低落的错误时间受到诱惑卖出。对于常犯此类错误的很多投资者，真可谓一针见血。《投资艺术》一书进而告诉你，对于长期投资最为有利的股票市场状况是股市的大跌，而不是大涨。这与我们的直觉简直是背道而驰。但冷静想想，其中似乎有我们的直觉无法达到的智慧。

在投资时机方面如此，在投资的品种方面又怎样？《投资艺术》一书告诉我们：投资者在很多的共同基金之间换来换去，这种严重的错误是自找麻烦，是不了解或不能了解从一而终的重要性，这样一定会尝到苦果。只要我们把这段话中的共同基金换成股票，或者我国的证券投资基金，这句忠告对我国的证券投资者就完全适用了，尤其在交易手续费和交易印花税很高的时候，多少投资者算过，亏在不断变换投资品种上的钱有多少？

基金管理公司的专家们常说自己是投资专家，不是一般的散户，他们可以获得比市场高的收益率。然而证券投资基金的实践无情地打破了基金管理公司专家们在投资管理上的神话。这不是基金业的专家们的过错，也不是他们无能，正是他们太能干，太聪明，以至无人能比其他人更能干，更聪明，无人可以持续地获得比其他人更高的投资回报。如果我们在3年前读到《投资艺术》一书，书中会告诉你："对投资人而言，要达成有益的成果，真正的机会不在于努力超越大盘，而在于建立并遵守适当的长期投资政策，使投资组合能够随着市场的长期主要动力而受益。"《投资艺术》一书多次重复的一个观点就是，试图"击败市场"是一种输家的游戏，最好的对策就是不参加这种游戏。当然，我们也不应该相信输家游戏中的常胜将军！

《投资艺术》一书给了我们很多超出直觉的观点和方法。上述关于投资期限、投资时机、投资品种、投资费用等方面出乎常理而又合情合理的精彩论述都为我们提供了证明。虽然此书的丰富内容并非只有这些，但这已经足以让我们换一种思路来考虑投资问题了。（林义相）



简单、实用的教战手册

1975年夏天，我和查尔斯·艾里斯初次神交（5年后才结识他），当时我从《财务分析学报》上拜读了他一篇很有创见的文章"输家的游戏"。一年前，我已经从《投资组合管理学刊》上看到保罗·萨缪尔森的经典之作《判断的挑战》，得知萨缪尔森这位未来的诺贝尔奖得主。这两篇学术文章，加上1951年我在普林斯顿大学写毕业论文时所探讨过的有关共同基金的一些理念，让我于1975年在新创的先锋集团开始营运时备感自信地决定：我们在业务上的第一个创举，应该是创设历史上的第一个指数型共同基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

至于说我到今天仍然亏欠这两位天才，应该绝不为过，他们以投资人兼学者、创新专家和策略专家的身份，所作的明智贡献，不但对我和我创办的公司至为重要，对各阶层的投资人也有重大影响。从我拜读这两篇文章到现在，20 多年来，指数型基金，也就是持有整个大盘或持有分类指数如标准普尔 500 种股价指数的指数型基金，已经从默默无闻变成千百万投资人投资计划中的重要工具。今天，个人投资者（散户）在指数型共同基金的直接投资高达 2000 亿美元，大型投资机构、退休基金、校产基金等等，为了本身的利益，投资在指数型账户中的资金高达 7000 亿美元。

艾里斯对投资圈的贡献，远超过阐释重要理念，让投资人可以极为轻而易举的了解。最重要是，艾里斯是一个思虑周全、善于规划投资策略的专家，他的著作《投资艺术》在 1985 年初版，至今仍然是简单、实用的教战手册，这本书原来是要让公司董事和校产基金受托人参考，后来内容扩大，兼顾到协助散户。

在这本最新版的《投资艺术》书中，作者进一步扩大范围，兼顾协助资金投在退休计划的投资人，这种计划以 401（K）员工储蓄计划为主，这一类的计划从根本上——我要说的是永远——改变了美国家庭退休岁月做计划时分配储蓄的安排方式。

然而，目前很多投资人在为退休岁月投资时，犯了重大的错误。错误之一是陷入复杂的程序，持有太多种共同基金，经常只有模糊的策略目标。错误之二是在做长期投资时太保守，保有太多现金准备，只能得到稳定但少量的报酬。而第三个问题，就是过于依赖持有自己所服务公司的股票，承担这种风险，可能会得到相当高的报酬，不过也可能造成财务悲剧。第四个问题是不够注意计划的支出和基金的费用，不知道从长期来看，费用很要紧。

简单的数学显示，这些错误代价可能非常高昂。典型的 401（K）账户就像下面这种情形：股票占 55%（其中一半是自己服务公司的股票）、债券占 10%、现金准备占 35%，以下是每年投资 1000 美元可能得到的结果：

假设我们每年从多元化的股票投资组合中，得到 9%的长期投资报酬率（任何一种普通股未来的投资报酬率完全无法预测），而不是从现金准备中，得到每年 5%的报酬率，那么你在 10~25 年的中期内，从股票所创造的报酬，可能是现金准备所创造的两倍以上，把时间拉长到一生的工作年限时，投资报酬率可能将近 4 倍。

如果我们计算投资成本，是以目前过高的标准为依据时，这种成本会使现金准备的投资报酬率降为 4.5%，股票的投资报酬率降为 7.5%，你从现金准备所得到的全部报酬率可能少掉 10%，从股票得到的总报酬率可能减少 30%，严重地侵害你未来退休后的收入。

上述数字不见得表示投资人应该孤注一掷，全部投资在股票上，只是应该知道，过度保守和费用过高，长期可能要付出什么代价。例如，根据上面假设的报酬率和成本，投资人每个月在退休计划中储蓄 300 美元，25 年一共要投资 9 万美元。到 25 年结束时，如果投资的是市场型投资组合，也就是保守而平衡的投资，在现金准备和股票投资比率是 30：70，会获得 28.3 万美元的退休基金，如果投资费用高的投资组合，谨慎地以 70：30 的比率，投资在现金准备和股票上，会获得 19 万美元的基金，少了将近 10 万美元。太多投资人、顾问和企业忽视了这种应该很明显的信息，他们忽略了稍微冒险一些的价值，没有正视把费用压

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到最低水准的重要性（费用过高的代价）。我或许也应该强调，我和作者颇有同感，认为作者在这本力作中强调的另两点也相当重要。其一是投资计划必须尽可能排除感情，在投资这一行里感情用事，不可避免的，都会引导人走到正好错误的方向，在你最乐观时买股票，这时几乎总是在市场的底部。如果冲动是长期稳健投资的敌人，那么理智是长期投资最好的朋友。另一点是投资务求简单的惊人价值，这点看来好像违反直觉、复杂的做法，例如拥有太多种共同基金、期望基金经理创造奇迹、从一种投机基金转换到另一种、从事波段操作等等，根本全都只会带来反效果。把你的资产明智地配置、拥有若干种走中庸之道的股票型基金（或一种指数型基金），并且谨守不渝，结果会好多了。单纯是打开财务成功之门的万能钥匙。艾里斯在这本新版中，深入探讨上述和其他极慎重考虑的问题。他和我一样，相信简单的方法，以及财务金融史上已经确定不移的若干重要原则，可以决定退休岁月过得是苦是乐。

本书会协助你做出正确的决定。（约翰·伯格尔）



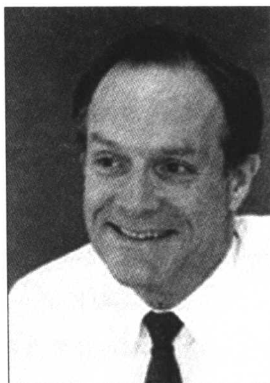
投资管理思潮的前行者



查尔斯·艾里斯是投资管理思潮的前行者之一，他于1959年在耶鲁大学获学士学位，后在哈佛大学获MBA硕士学位，在纽约大学获博士学位。艾里斯1972年创办美国格林尼治投资公司，一直任该公司总经理，长达30余年。该公司与美国、加拿大、澳大利亚等国家的投资公司都保持良好的关系，在为专家理财服务机构提供咨询方面享誉全球。他曾因其一生对职业的贡献获得国际投资管理业公会的表彰。

查尔斯·艾里斯已出版6本投资与财务专著、发表70多篇文章，并在哈佛、耶鲁等名牌大学讲授投资课程，担任过国际投资管理业公会理事长，是哈佛大学商学院管理理事会理事、纽约大学史登商学院监事、耶鲁大学顾问及投资委员会委员。此外，艾里斯还担任《管理组合》和《金融分析家》两本杂志的编辑。

1975年，查尔斯·艾里斯当时还是一名机构投资顾问，写了一篇文章《输家的游戏》，在该篇文章中，他提出了自己的著名观点“投资是一项输家的游戏”。艾里斯认为，一个成功的投资者总是成功是因为他犯的错误总比他的对手要少，在这点上，无论是金融顾问还是普通投资者都没有区别。而失败者的失败大多是由他们的很多错误行为造成的，比如追赶潮流，追随最热门的基金经理，被短期的胜利冲昏头脑等。1977年，《输家的游戏》一文获格雷厄姆与多德专业投资奖。


查尔斯·艾里斯

1985年，查尔斯·艾里斯根据《输家的游戏》一文整理出版了《投资艺术》一书，详细阐述了成功投资策略的要点。读者看过之后，如果能按照他的建议不断地调整自己的投资策略，定能增加赢利。然而该书绝非查尔斯·艾里斯对投资天地的唯一贡献，他总能深入浅出地讲出深刻的投资经验，很多的投资人书架上都有他编辑的《投资人论文集》。此书兼收并蓄、收录详尽，大凡哲学家和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资家的高妙文章，从汉斯·安德森到沃伦·巴菲特，从约翰·谭波顿到亚瑟·齐克尔的杰作，无不具备，是一本内容丰富、不可不读的好书。

查尔斯·艾里斯是一个思虑周全、善于规划投资策略的专家。他的理财观念是：散户不应该把收益机会建立在击败市场上，聪明的做法是运用市场力量，把强大的时间节奏和复利机会纳为己用，赢得长期的成功，这才是掌控自己投资命运的最好途径。



第一章　输家的游戏



绩效评比公司定期发出令人不愉快的资料，一再用事实和数字，告诉我们投资经理绩效不佳，无法击败市场。即使偶有佳作，绩效超出一般水准，激起我们的期望，这种期望却很快就会被粉碎，变成虚假的希望。全美国的专业投资经理经常明白表示，他们的目标是要超越市场指数，实际情形正好相反，他们没有击败市场，市场反而击败了他们。

人类面对和自己的信念相反的信息时，通常会用两种方式回应。有些人会忽略新知识，坚持原有的信念；有些人会接受新信息的正确性，在理解现实时列为考虑因素，予以利用。

投资管理一向是以下述单一基本信念为基础，也就是专业投资经理可以击败市场，这种假设似乎是错误的。

如果能够超越市场的假设正确，那么决定如何进行以便成功，就会变成简单的逻辑问题。

首先，因为整个市场可以用被动和公开挂牌的指数，例如，以标准普尔 500 种股价指数（S&P500）作为代表，成功的经理人只要重新安排投资组合，使投资组合胜过“没有头脑”的 S&P500 就成了，他可以在选股上别出心裁，可以策略性地强调特定类股，或进行波段操作，也可以用不同的方式，搭配运用这些方法。其次，积极主动的经理人希望尽量多做“正确的”决定，因此，一定会纠集一批天资聪明、受过良好教育、雄心勃勃、工作认真的专家，大家一心一意找出价格低估的证券买进，高估的证券卖出，靠着和大众精明地作对，击败市场。

不幸的是，大部分投资机构可以击败市场的基本假设是错误的。投资机构就是市场，整体而言，他们不可能表现出超越自己的绩效。事实上，考虑主动管理的成本之后，如费用、手续费等，长期而言，大多数投资经理的绩效一定不如大盘。

因为投资机构太多，而且能力高强，决定为客户创造良好的表现，以致投资管理已经变成了输家的游戏，而不是“赢家的游戏”。

分析机构投资如何从赢家的游戏变成输家的游戏之前，我们先考虑这两种游戏之间的重大差别。在赢家的游戏中，结果由输家犯的错误决定。

标准电子公司杰出的科学家西蒙·蓝莫博士写了一本游戏策略的巨著，叫做《网球庸手的高超打法》，指定赢家的游戏和输家的游戏之间的重大差别。蓝莫博士指出，这么多年来，网球不是只有一种打法，而是有两种打法，一种是职业球员和极少数天生业余好手的打法，一种是所有其他人的打法。虽然两种打法的球员都用相同的器材、服装、规则和计分法，并且遵守相同的礼仪和习惯，玩的游戏却大不相同。蓝莫博士经过深入的统计分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后，把结果摘要说明为：职业球员赢得分散，业余人士输掉分散。

在专家的网球比赛中，最后结果由赢家的行动决定，职业网球好手像激光一般精准，用力击球，你来我往，缠斗不休，直到有一方打到对方救不到球，或是迫使对方犯错为止，这些高明的球员很少犯错。

蓝莫博士发现，业余网球赛几乎完全不同，很少有厉害的发球、长久而刺激的对打和近乎奇迹式的救球，就是有，也间隔很久才出现一次。相反的，球经常打到网上，或是打到界外，发球两次失误也相当常见，业余球员很少打败对手，反而是一直在击败自己，在这种网球打法中，胜利者得到比较高的分数是因为对手失分更多。

蓝莫博士是科学家和统计学家，他用很聪明的方法，收集资料，测试自己的假设，他不记录传统的比赛分数，如 15:0、15 平、30:15 之类的比分，而是简单地计算得分和失分，他发现在专家的比赛中，大约80%的分数是赢分；但是，在业余网球比赛中，大约 80%的分数是失分。

这两种打法截然相反，职业网球赛是赢家的游戏，结果由赢家的行动决定，业余网球赛是输家的游戏，结果由输家的行动决定——输家自己打败了自己。

著名的军事史专家萨缪尔·莫里森海军上将，在他深思熟虑的大作《策略与妥协》中，也提出了同样的观点。书中指出："在战争中，错误无可避免，军事决定的基础是对敌人力量以及意图的评估和情报，这种评估经常错误，情报从来不会完整，还经常误导。"莫里斯的结论是："其他一切条件相同时，犯最少战略错误的一方会赢得战争。"

战争是终极的输家游戏，高尔夫是另一种。汤米·雅穆尔写了一本巨作《如何随时打出最高水准的高尔夫》指出："赢球最好的方法是尽量少打坏球。"所有只在周末打高尔夫的人应该会同意这个说法。此外，有很多游戏也是输家的游戏。若干游戏，如机构投资原本是赢家的游戏，但是，随着时间的流逝，已经变成了输家的游戏。例如，七八十年前，只有非常勇敢、灵活、意志坚定、视力很好的年轻人，才有胆子尝试开飞机，在当年那种光荣的岁月中，飞行是赢家的游戏。但是，时代已经改变，飞行也改变了。今天如果你搭的波音 747 客机驾驶员，戴着执行任务 50 次纪念的帽子，脖子上围着白色的长丝巾，走上飞机，你一定会下飞机。这种人现在已经不该在飞机上，因为今天的飞行变成了输家的游戏，只有一条简单的规则："不能犯错。"

同样的，近几十年来，我们称为"金钱游戏"的投资管理已经从赢家的游戏，演变成输家的游戏（注：或许赢家的游戏会自我毁灭，因为这种游戏会吸引太多的玩家参与，所有参与其中的人都想赢，这也是黄金潮的结局总是令人不愉快的原因）。投资环境已经出现根本的改变，70 年代后，市场由致力超越市场、设法赢得胜利的人主宰。不过是 10 年的时间，投资机构的市场活动从只占公开交易总量的 30%，增加到压倒性的 80%，所有的重大差异都是由此而来，活跃的投资经理不再和小心翼翼的保管银行竞争，或是与不熟悉市场的业余人士竞争，现在他们要跟其他专家竞争。

这种金钱游戏当中有一群强敌，每天至少有 200 家大型投资机构，以及另外 1000 家中小型法人，用最激烈的竞争方式，整天在市场中操作。50 家最大、最活跃的法人占去整个市场交易的 50%。因此，我们买进或卖出时，大约有一半的时间，"相对人"是这些拥有一切资源的超大型专业机构。

在新游戏规则下，关键的问题是：活跃的经理人要多能干，才能至少收回积极管理所需的成本？答案令人望而生畏。如果我们假设投资组合的周转率为 80%（基金经理持有股票一般为 15 个月；15 个月大约是基金管理业的平均持有期间），而且买进和卖出的交易总成本各约 1%（包括手续费和进出的价差），加上 1.25%积极管理的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

费用(略低于美国股票型共同基金的平均收费)，那么，一般基金每年的操作成本要2.85%。以下是计算方法和说明：

0.4%+0.60×(1%+1%)

其结果远超过完全包含经纪商手续费和交易价差的交易成本，显示交易成本到底多大，最好的方法是拿一个“虚拟投资组合”理论上的成果，和一个“真正投资组合”实际结果比较，专家会告诉你期间的差异总是很惊人。而且还有另一种交易成本——因为市场看来流动性极高，会使你愚蠢地介入股票的成本。这是真正的流动性陷阱，试想一般人如果不是这样不确定不会被抓到，在公路上或床上的行为会有多大的不同。投资也一样，你并非总是被抓到，也并非总是不会被抓到，这些成本全都是交易总成本的一部分。

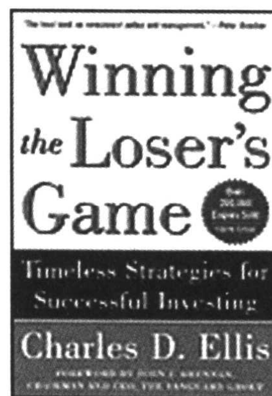
要收回这些成本困难得令人讶异，例如，假设股票年度平均报酬率为10%，那么积极管理必须克服2.85%年度操作成本的负担。如果基金经理只希望在扣除成本后，能够媲美大盘10%的报酬率，则在扣除成本前，基金经理就必须达到12.85%的报酬率。换句话说，即使你只想和大盘表现得一样好，你的基金经理就必须能够超越大盘28.5%（注：这点使沃伦·巴菲特和约翰·耐夫持续不断的优异表现，显得格外惊人)。现实很严苛，这表现在大多数投资经理在金钱游戏中一直都是输家。历史记录显示，到1997年为止的25年里，整体而言，3/4以上由专家管理的基金，绩效不如标准普尔500种股价指数。

因此，声称“我是赢家，我可以在金钱游戏中获胜”的人，现在要负起举证的责任，因为在输家的游戏中，只有傻瓜才会支持假的“赢家”，投资人有权要求投资经理确实解释他们所做的事，说明为何这样做会有非常好的结果。

如果从整体来看，投资经理不能击败市场，那么投资人想介入市场，确实至少应该考虑加入模拟市场的被动式指数型基金。绩效评比公司提出的资料显示，长期而言，指数型基金的绩效一定胜过大多数投资经理。

投资为什么会变成输家的游戏，原因是在每一位投资经理想要解决的复杂问题中，投资经理和众多坚决的对手寻找答案的作为，已经变成最重要的变数，对管理主要共同基金和投资管理机构的专家而言，尤其如此。致力击败市场不再是答案中最重要的部分，经理人本身现在是问题最重要的部分。

任何一位投资经理要超越其他专家，都必须技巧极为高超，行动极为迅速，才可能经常抓到其他专家的错误，也才能有系统地赶在其他专家之前，先利用这些错误。30年前的情况不同，当时积极活跃的专家很少，买卖占的比重不到10%。在1960年轻松、和缓的日子里，纽约证券交易所的交易中，有90%是散户之间的买卖，专业人士居于少数，过得很愉快，他们有很多“机会目标”。这种情形已经一去不回了，现在的情形正好相反，经验丰富的专业人士占了交易中的90%，他们当然也会犯错，但是，其他专家总是在寻找错误，并且会以最快的速度，重重地打击这种错误。吸引人的投资机会根本不常出现，少数的机会一出现，也维持不了很久。不错，一些专业人士在任何特定年度，或在任何10年里，的确能够击败市场，但是，检视记录后，可以发现能够长期击败市场指数的专家屈指可数。有一件事更让寻找超级投资经理的投资人沮丧，就是经理人过去即使有优异的记录，未来也不太可能再表现优异的绩效。在投资绩效方面，过去不是预示未来得前兆。在物理学和社会学上，回归平均数（行为移向



《投资艺术》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

"正常"或一般趋势）是始终存在的强大现象，在投资方面也是这样。极为高明的专业投资经理太多了，多到任何专家几乎不可能超越他们现在共同主宰得市场。

对你来说，要变得明智，一开始就要了解，能够长期超越市场指数的大型投资机构少之又少，要预测哪一位经理人会有杰出绩效，也是难上加难。

下一步是决定这种输家的游戏是否值得参与——即使你可能赢得这种游戏。



第二章 击败市场

扣除市场风险的因素后，要击败市场，唯一的方法是发现和利用其他投资人的错误。

击败市场确有可能，而且大部分投资人在某一个时段，都击败过市场，但是，很少有投资人能够始终以智谋取胜，胜过其他投资人，长期持续一贯地击败市场。

活跃的投资经理人可以运用下列所有投资方针，或只利用其中的一种：

1. 波段操作。
2. 选择特定个股或类股。
3. 改变投资组合的结构或策略。
4. 高瞻远瞩的长期投资观念或哲学。

即使是最不常观察市场和股票的人，看到明显胜过"一般绩效"的众多大好机会，也会怦然心动，大盘、主要类股和个股的走势会呈现一种假象，"明白"显示活跃的投资可以创造更高的绩效。毕竟，我们也可看到超级篮球明星迈克尔·乔丹、高尔夫高手泰格·伍兹和超级名模辛迪·克劳馥，都以他们独有的方式，持续展现高于一般水准的表现，那么为什么就不能有一些投资经理人，持续胜过一般的投资经理人？简单地说，为什么击败市场这么难？

波段操作

要提高潜在的投资报酬率，最大胆的方法是靠波段操作，典型的波段操作者在市场上进出，希望在市场上涨时，把全部的资金投资下去，价格下跌时，把资金全部撤出。还有一种波段操作的方式，是把股票投资组合，从预期表现会不如大盘的类股中退出，投入表现可能优于大盘的类股。

在债券投资组合上从事波段操作，目的是希望在利率下降、促使长期债券价格上涨前，把投资组合转入到期日很久的债券，在利率上升、驱使长期债券价格下跌之前，再转入到期日近的债券。如果是替平衡型投资组合从事波段操作，就要在股票的整体投资报酬率高于债券时，致力增加股票投资的比重，在债券整体投资报酬率高于股票时，转进债券投资，在短期投资工具的整体投资报酬率高于债券或股票时，投资组合转进短期投资。

以 1940 年到 1973 年间两种完美的投资成效为例，进行比较分析时，会让人感到波段操作的潜力十分诱人，第一种投资是在行情上涨时，百分之百投资股票，市场下跌时，保持百分之百的现金。

在这 34 年里，一共交易 22 次，买进和卖出各 11 次，以道琼斯 30 种工业股指数作为股价的代表，1000 美元会增加到 85937 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在同样的34年里，这个假设投资组合总是百分之百投资，而且总是投资在表现最好的类股中，同样投资1000美元，在这段期间的最后两年，投资人必须胆识过人，必须在1971年元月，把6.87亿美元投资在餐厅类股，这样到年底会变成17亿美元，然后再投资黄金类股，到隔年圣诞节会暴增到44亿美元！这个例子当然很荒唐，从来没有人达成过这种绩效，将来也不可能有人能够做到这么优秀。更重要的是，无论是过去或是未来，靠着波段操作，不要说不可能创造上例这么神奇的成就，连想达成远低于这种成就的绩效都不可能，因为没有一位经理人能够持续不断，远远比同行的对手精明。

在股票似乎高估时，精明地卖了，减轻暴露在市场中的风险，等价格似乎跌到诱人的低水准时，再大胆投资。这样低买高卖虽然很吸引人，但是有强而有力的证据显示，想提高报酬率，波段操作不是有效的方法，其中有一个残酷而有力的原因，就长期而言，这种通常行不通。

投资经理波段操作的成绩令人一见难忘，因为绝大部分都是亏损。有一份精心研究波段操作、但未出版的报告断定：在计算错误和交易成本之后，投资经理对市场的预测4次必须有3次正确，他的投资组合才能损益两平。为什么波段操作这么不容易提高投资绩效？罗伯特·杰福瑞提出过解释，原因是在这么短的期间内，而且在投资人最可能受平凡的共识左右时，发生了这么多的“动作”。一份未出版的报告研究100家大型退休基金及其波段操作的经验，发现所有退休基金都从事过波段操作，但没有一家能靠波段操作提高投资报酬率，事实上，100家中有89家因为“波段操作”而亏损，而且在5年内，平均亏损高达4.5%。

就像有“老”飞行员、也有“大胆”的飞行员，却没有“大胆的老”飞行员一样，也没有靠波段操作一再成功的投资人。贪心或恐惧促成的决策通常都是错误的，通常也太慢，而且很可能是反方向才正确。在真刀真枪的游戏上尤其如此，试图猜透市场或胜过众多专家，以便“卖高买低”，连想都别想，你一定会失败，而且可能输得很惨。

费雪·布莱克说得好：“一般说来，无论投资人退出市场或留在市场里，市场的表现都一样好，所以投资人有一部分时间退出市场时，和简单的买进长抱策略相比，一定会亏钱。”

波段操作困难十足，对于这一点说得最透彻的话，出自一位经验丰富的专业人士坦白的感叹，他说：“我看过很多有意思的波段操作方法，而且我在40年的投资生涯中，试过其中大部分的方法，这些方法在我之前可能很高明，但是，没有一个方法能够帮得上我的忙的，一个都没有！”

别尝试波段操作，原因之一是很多投资经理的经验显示，他们大量持有现金或大量投资时，市场的表现一样好，反之亦然（事实上，专业投资经理通常互相抵消，在第一段期间，增加现金部位的人数，通常等于减少现金部位的人数）。

第二个原因更清楚，去掉市场表现最好的日子后，长期复合投资报酬率会有什么变化。拿掉表现最好的10天，平均投资报酬率就会少掉1/3，从18%降为20%，这10天占整个期间的比率不到0.5%。拿掉次佳的10天后，几乎又使投资报酬率再少掉1/3，降为8.3%。去掉表现最好的30天后，这30天占整个期间的1.5%，投资报酬率就会从18%掉到5%。计算长期股价时，去掉表现最好的年份，会得到相同的结果。波段操作是“邪恶”的观念，别去尝试，千万不要尝试。然而，如果你像所有高明的律师一样，相信必须透彻了解对手才算是做好了准备，你可能对投资行家对波段操作诱惑力的辩论有兴趣。在1960年1月，投资1美元在标准普尔500种股价指数，到1990年6月，会增加到19.45美元。但是，请注意，如果在这30年里，在市场表现最好的10个月里，把同样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1美元撤出市场，这样只占整个30年里的3%而已，到1990年6月，1美元只会增加到6.58美元（大约只等于收益平平的国库债券）。因此，主张长期投资的人说，在情势艰难时仍然继续投资，才是唯一健全的投资方式，才能享受表现优异的大好时光！“别骤下定论。”主张波段操作的高手说。如果能够避开表现最糟的10个月，1美元会暴增到63.39美元。要是你认为这种假设的说法很有诱惑力，很可能有兴趣看看詹姆斯·赛伯的经典之作《华特·米提的生涯》。

书中用标准普尔500种股价指数的报酬率作为衡量依据，迅速、明确地说明了下述主旨：从1926年到1996年，在这段漫长的70年里，股票所有的报酬率几乎都是在表现最好的60个月内缔造的，这60个月只占全部862个月的7%而已。要是我们能够知道是哪些月份，想想看获利会有多高！但是，我们做不到，以后也不可能做到。我们的确知道一个简单而珍贵的事实，就是如果我们错过了这些表现绝佳，但不算太多的60个月，我们会错失掉整整60年才能累积到，而且几乎等于所有的投资报酬率。其中的教训很清楚：“闪电打下来时，你必须在场。”

没有任何证据显示，任何大型机构能够持续在行情低落时进场，到行情高涨时退场。根据对行情波动的预测，在股票和债券，或在股票和现金之间，来回换类操作，失败的情形远比成功的次数大多了。

选股

要提高投资报酬率，第二种方法是靠选股，专业投资人耗费极多的技术、时间和精力在这上面，投资机构和证券经纪商研究部门的研究活动，主要是花在股票评估上。

投资人会分析企业财务，实地研究竞争者及供应商，或访问经营阶层，设法超越市场的共同看法，更深入了解一种股票或类股的投资价值。如果投资经理发现：一种股票的市价和自己评估的价值差异相当大时，可以适时买进或卖出，替客户的投资祝贺，赚取市价和真正投资价值之间的差价。

不幸的是，整体而言，证券分析似乎不是很有用，也不是有助于获利的活动。股票投资经理做过基本面研究卖掉的股票，以及他们没有买的股票，与他们买进的股票相比，表现通常一样好（因为他们彼此之间互相买进和卖出，使市场获得有效率）。

这里的问题也不是投资研究做得不好，而是太多人把研究做得实在太好了，大证券经纪商的研究分析师尤其如此，他们透过全球信息网络，几乎立刻和采取迅速行动的千百位专业投资人，共享相同的信息和评估，大家都预期别人会迅速行动，因此经常设法快速行动，以致不可能有哪一群投资人能够始终胜过其他的投资人，一再取得有用的优势。然而，想击败市场，唯一的方法是击败构成整个市场的其他专家。

投资组合策略

在股票和债券投资组合中，策略性决定牵涉到影响投资组合整体结构的重大承诺。作出这种决定，目的在于利用预测类股、预测经济和利率变化的能力，或利用对主要类股，如新兴类股、基本工业类的股价变动的先知先觉能力。这些判断的每一种，都与市场类股风险有关。

例如在1980年，如果投资经理大量投资石油和科技两类股，会得到非常优异的成果，远胜过大量投资公共股、其他利率敏感股或消费产品股的投资人。同样重要的是，上述投资经理必须在1981年出脱能源股，否则会“全部吐回去”。

70年代初期，著名的“二级”市场发展成形（注：成长股的本益比远超过产业股，市场因而分成两个层级），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资经理大量投资大型成长股，也就是投资“50 种飞跃成长股”，获得绝佳的绩效。到了 70 年代略微晚期，同样是投资这种股票，产生的绩效却极差，因为原来预期的盈亏未能实现，投资股价大幅下跌。同样的事情后来又发生在小型高科技股，从 1980 年到 1983 年间，这种类股的涨升速度远超过大盘，接着在 1984 年内，下跌速度也远比大盘快速。

到 80 年代末期和 1990 年，极小胜过大盘 10 年的“价值”股暴跌，吐回了过去 10 年的大部分涨势。

就像一句老话所说的：股市不是股票市场，而是很多股票构成的市场，是吸引投资经理就自己管理的投资组合中的类股，做出重大策略性决定的地方，但是，其中并非没有风险。

这种投资方法充满令人着迷的潜力，对经理人形成挑战，要求经理人适时地处在适当地位，并随着市场变化，发现经常并不熟悉的新投资方法，而且精通每一种新方法后再放弃，改用另一种新方法。理论上，这种方式当然可以做到，但是，真的做得到吗？有哪些经理人做到了？延续的时间有多久？

投资哲学

第四种可能提高报酬率的方法，是发展出深远、正确的洞察能力，看出有什么力量推动股市的特定类股、公司或产业，再有系统地利用这种投资远见或观念。

利用投资观念或哲学投资，涉及持久的投资承诺，等于要个别的投资经理或整个投资管理机构，熬过一次又一次的股市循环和景气循环。

例如，坚持投资成长股的机构，要注重新科技的评估，要了解领导快速成长的机构，需要什么管理技巧，并分析需要投资多少财力，在新市场与新产品上，才能维持成长。一般都期望这种投资机构会从经验中——有时候无疑是痛苦的经验——学到分辨任何会完蛋的假“成长股”，和很多年内都会成功的真正成长公司。

其他投资机构认为，在经常受景气循环影响的成熟产业中，总是有一些大公司的投资价值，远超过其他投资人所能了解的程度，要是认真地研究，就可以看出这些价值不菲的公司，以较低的价格，买进有价值的公司股票，这样就能够以相当低的风险，为客户创造优越的投资报酬率。这种机构会发展出相当好的技术，去芜存菁，避免挑选应该还会下跌的低价股，并且发挥远见，找出其他投资人还不知道的价值股。

在各种可以持续采行很多年的投资理念中，有一种强调特殊产业中型成长公司的理念，也有一种注重资产，不注重盈余的理念，认为只要精挑细选，拥有优势地位的资产总有一天会被重新利用，赚取可观的利润。此外，有一种理念主张“反向思考”，专注大多数投资人显然不看好的股票，认为只要研究价格较低的公司，冷静地分析，就会找到便宜货。

一种投资理念或哲学的重要考验，是经理人有没有能力基于健全的长期原因，坚持到底，即使短期成果令人不快和气馁之至也坚持不懈。坚持可以带来精通，并在经理人专精的特定投资类别中，培养出重要而明显的优势能力。

理念或哲学投资法的重大优势，是投资公司可以自行安排组织架构，始终只从事自己独门的投资种类，避免杂音和其他的分析师和经理人，并且经由持续的实践、自我批评和研究，进而精通这种投资方法。最大的缺点是如果选定的投资方式过时，或与变动不断的市场脱节，高明的专业机构非常不可能看出需要改变，等到看出时已经来不及。

谈到这些深远的投资概念，有一点很清楚，就是已经被人发现、又能够延续很久的观念少之又少，最可能的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

原因起源于自由资本市场的特点，就是很少有机会发现独门的长期竞争优势，并维持较长一段时间。

这 4 种基本的主动投资形式有一个根本特性，就是都依靠别人犯错。无论是别人的疏忽或过失，主动投资人投资个股或类股，唯一的获利机会，是其他专业投资人的共识都错了。这种集体错误的确会出现，但是我们必须自问，这种错误出现的频率如何，我们有几次能够避免别人犯的正常错误，又拥有智慧和勇气，能够采取和共识相反的行动。

有这么多竞争者寻找超人一等的洞察能力，深入了解个股或类股的价值和价格关系，而且在投资圈内，有这么多的信息广泛、快速地传播，想在个股和类股中，发现并利用别人犯错和疏忽而留下的获利机会，绝对是没有太多希望。

显然有这么多可以胜过大盘的机会，投资经理在扣除风险后，长期要胜过大盘居然如此困难，投资经理和客户看到这种情形，一定十分困惑。但是即使是最高明的投资经理也会觉得奇怪，怎么可能希望勤奋而执著的对手，会犯无能、错误或疏忽的问题，让自己经常找到具有足够吸引力的机会，能够以相当有利的条件，大量买卖，击败对手，从而“胜过大盘”。从短期来看，股市很迷人，也很会骗人。从长期来看，市场很可靠，也很容易预测，甚至到了令人觉得无聊的地步。在其中作怪的是市场力量，市场力量爱恶作剧，却很迷人，经常用奇招妙法，调戏投资人。例如，出人意表的盈余、令人震撼的配股宣布、突然激升的通货膨胀、振奋人心的总统声明、悲观的商品价格报告、奇妙新科技的宣布、丑陋的破产，甚至还有战争的威胁。市场经常在大家最意料不到的时候，从它的百宝囊中，掏出这些事件，就像魔术师用高明的欺骗手法，分散我们的注意力一样，市场极短期的变化令人困扰，可能骗过我们，混淆我们对投资的看法。

每天的天气和气候相当不同，天气是短期的现象，气候是长期的现象，差别尽在其中。选择在某种气候中盖自己的房屋时，我们不会因为上周的天气而觉得困扰。同样的，选择长期投资计划时，我们不希望受暂时的市场状况困扰。我们该忽略可恶的市场，忽略市场不断出现的急速变化。我们应该承认：就像每天的天气对气象学家，或是对要盖永久住宅的家庭不重要一样，道琼斯工业股价指数每天的行情对于长期投资人并不重要，我们应该注重长期的实际成果。

投资人如果刻意忽略市场的骗人花招，或是不注意目前的行情，会转移注意力，注重确实投资真正好的公司，注意这些公司始终成长的盈余和股利。

在电影《铁甲战士》中，两个教育班长看着他们教出来的连队，排成密集队形，小跑着跑进结业典礼会场，一面高呼：“空降特战，奋勇争先！”一位班长说：“某班长，你看着这些小伙子时，想到什么？”另一位像典型的班长一样，先呸了一口，回答说：“我想到什么？告诉你，大约 1/10 是确确实实的好战士！”他顿了一下才说：“其他的全都只是……枪把子!”

拉斯维加每天都很忙，从这一点来看，我们就知道不是每一个人都有理性。如果你像华特·米堤一样，仍然幻想自己可以击败专家，而且一定会击败专家，你不只需要运气，还需要祷告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《股市趋势技术分析》

【美国】约翰·迈吉（1912~1987）

技术分析人士有完全充足的理由认为，基本分析人士所考察的一大堆统计数据是过去的历史，已经过时了因而没有多大的用处，因为市场感兴趣的不是过去，甚至不是现在！市场总是不断地向前看，试图包含未来的趋势，它权衡无数交易者从不同的角度，通过不同的窗口为未来发展趋势的估价与推测。总而言之，由市场自身不断演进的价格已经包容了所有基本信息，基本分析人士只能希望去了解它（加上一些信息他还不得而知，只有一些为数不多的知情者了解），并且还包含许多其他的东西，这些也许同等重要或更为重要。

没有人会怀疑（如果他们有一定的市场经验），价格以一定的趋势演进，且这一趋势将一直延续下去，直到发生新的事情改变供求平衡，并且这一改变通常会由市场行为本身体现出来。如果不是这一事实，前面所讨论的一切都将无关重要。出现在图表上的某一价格样式或形态、水平或区间从技术分析的观点出发可以放映未来可能发生的趋势。这并不是老不出差错的。但是，在许多情况下总是这样的。随着时间的推移，经验不断地积累并被验证，他们将会比那些消息灵通人士及最精明的统计学家更有先见之明。

技术分析人士可以走得更远。他可以在根本不知道某一股票的名称的情况下对其图表进行解析，只要其交易的记录是准确的，并且覆盖了足够长的时间以便他能研究其市场背景及习性。他可以在完全不了解某一公司所处行业，它生产什么、销售什么或者其资本组成方式的情况下，仅仅依靠其技术图表就可进行交易并声称将获利。当然，不用说，这样的行为不值得推荐，但是，如果你的市场分析人士确实在这一行业富有经验，从理论上讲，他可以实现他所夸下的海口。

——引自《股市趋势技术分析》



如果你手里拥有一本风险投资技术的书，你会惊奇地发现它们的主要参考书目上都赫然列有《股市趋势技术分析》一书的书名。如果你与华尔街交易人士接触，他们中会有许多热心人向你提及一本“历史悠久，非常重要的经典著作”，它就是《股市趋势技术分析》。

20世纪20年代《福布斯》杂志的编辑理查德·夏巴克继承和发展了道氏的观点，研究出了如何把股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

平均指数中出现的重要技术信号应用于各种单个股票，而《股市趋势技术分析》一书由美国华尔街著名投资分析专家、道氏理论的杰出代表约翰·迈吉和罗伯特·爱德华合著，继承并发扬了查理斯·道及理查德·夏巴克的思想，现在已被认为是有关趋势和形态识别分析的权威著作，享誉全球，在华尔街拥有“股市技术分析圣经”的美誉，它揭示了各种技术现象本质的思想精髓，已成为现代风险投资技术分析各种流派的共同基础。

约翰·迈吉被认为是技术分析领域的一名勇于创新的先锋战士，他的《股市趋势技术分析》一书的很大一部分集中于股市趋势理论的论述，即股价趋势的发展及趋势反转时价格形态的分析。迄今为止，它被技术分析领域中趋势及形态分析流派奉为“圣经”，著名投资人理查德·迈克德莫特评价说：“《股市趋势技术分析》一书，现在已被认为是有关形态识别分析的权威著作。”





著名波浪理论学者罗伯特·普莱切特认为，除了《股市趋势技术分析》这本先驱性著作外，实在找不到第二本进入证券市场的入门书了。它不仅经受住了时间的检验，而且也适用于未来，因为市场模式的引擎和人类的社会心理永不会改变。

通过1942～1948年间的研究，约翰·迈吉发展了许多新的技术分析方法。通过在实际市场上的操作，他将这些方法付诸实践。最终在1948年，他与罗伯特·爱德华的这些发现集结成册得以出版，这就是《股市趋势技术分析》。

约翰·迈吉在他的技术研究工作中强调了以下三条基本原理：股票价格倾向于有趋势地运动；成交量跟随趋势；一轮趋势一旦确立之后，倾向于持续起作用。在《股市趋势技术分析》一书中有相当部分的内容集中于对常在某一趋势发生反转时形成的形态的讨论，如头肩顶和底“W”形态、三角形及矩形等——这





技术分析的三大前提

技术分析是以预测市场价格变化的未来趋势为目的，以图表为主要手段对市场行为进行的研究。市场行为有三个方面的含义：价格、成交量、达到这些价格和成交量所用的时间。技术分析有三个基本假定或前提条件：

一、市场行为包容一切。

包容性是技术分析的基石。技术分析者认为，能够影响股价的任何因素——经济的、政策的、心理的等等——实际上都反映到价格及其成交量上了。

技术派研究市场运动的结果，基本派则追究其前因。技术派当然知道市场涨落肯定有原因，但他们认为这些原因对于分析预测无关痛痒。既然基本面信息已经反映在价格之中，那么再研究它们就多余了。图表分析抄了基本分析的近道，反过来却不然。

许多技术分析者不愿意接受“多余”的信息，因为它们有可能影响或干扰他们研读图表的工作。图表派元老约翰·迈吉就是工作在真空之中的典型人物。

技术派认为，在出入市具体时机的选择方面，技术分析更有前瞻性和可操作性。当一个重要的市场转折初露端倪时，市场常常表现得颇为奇特，从基本面上找不到理由。而技术派此时却比较自信，当大众常识同市场转变牛头不对马嘴时，也能够“众人皆醉而我独醒”，应付自如。他们乐于领先一步，当少数派，因为他们明白，个中原因迟早会大白于天下，不过那肯定是事后诸葛亮，他们既不愿意也没必要坐等，丧失良机。

二、价格以趋势方式演变。

趋势性是技术分析的核心。技术派研究股价图表的全部意义，就是要在一个趋势发生或转折的早期，及时准确地把它揭示出来，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

些对股票市场技术交易人士来说都是常见的形态，圆底及下垂的颈线则是较为少见的情形。

约翰主张交易者跟随趋势，而不是在一轮下降趋势完结之前就试图抓住市场的底部。总的来说，在任何时候，他都拒绝加入那些预测“市场”将要走到什么价位，或者某年的12月31日道琼斯工业指数将到多少点的游戏。相反，他主张仔细地选择个股，而不管市场“看起来”在走高还是走低。最后，他提供的咨询服务建议空头头寸与推荐多头头寸一样常见，这仅取决于图表所反映的信息。

《股市趋势技术分析》一书主要是为初入股市的新手而作，而非针对华尔街的专业人士。但是，作者认为读者至少已经拥有了一些有关股市及证券的基本知识，同时他也在一家券商里做过一些交易，对新闻报刊上财经版面的内容较为熟悉。因此，在该书中作者不想对股市常见的一些术语及过程加以定义，而所有的重点是试图详细解释我们特定的主题——市场技术分析的理论与术语。

该书第一部分内容在很大程度上是建立在早期的研究成果以及近代理查德·夏巴克的著作基础上的。事实上，对于市场技术分析学的学生来说，他们将会惊奇地发现：尽管在过去的许多年里出现了新的控制及监管手段、加于成功投资者身上沉重的束缚手脚的课税、获得证券交易可靠信息的极先进的设施，甚至在我们的基本经济领域也发生了一些根本性的变化，所有这些都没有很大地改变股市的习性。有时，市场令人痛苦的冷清导致了一些“假动作”，更多乏味的及无利可图的不活跃场面。但是，在总体上，市场仍按照同样的古老节奏重复着同样古老的步伐。对于交易者及投资者来说，掌握这些规律及知识的重要性一点也没有减少。

本书的第二部分，关于这些市场形态及规律的实际应用以及交易的策略，则全部是新的东西。约翰·迈吉在多年来（其全部市场交易经验可以追溯近30年），曾经完全遵从技术分析理论进行投资与交易，保存着几千张图表，进行过数千手实际交易，从各种不同的角度进行策划及操作，并且依靠其交易的利润来维持生活。他的贡献是一个既有理论又有实际经验的市场专家的智慧总结。

此外，在《股市趋势技术分析》一书的一些章节中将经常重复提到的对股票交易的技术指导并不是总

而达到顺势交易的目的。为什么股价会以趋势方式演变呢?技术派认为，这当然是牛顿惯性定律的应用。为什么股价涨高了之后会转势下跌呢?据说这是牛顿的地心引力的作用。

随机漫步派代表马尔基尔认为，技术派有关趋势持续的可能原因有二：第一是群众心理的直觉天性。当投资人看到热门股节节上涨，就急着想加入抬轿，所以涨价本身造成支持未来涨价预言的实现。第二是因为公司基本资讯取得的不公平现象。某些有利消息发生时，总是内部人士最早知道并买进，造成股价上涨。他们再告诉他们的朋友，朋友跟着买进，然后专业人士得到了消息，大型机构法人大量买进。最后你我这些后知后觉者也知道了跟进，使价格涨得更高。有利多消息时，这个过程使价格逐渐上涨；反之，则逐渐下跌。

尽管马尔基尔的观点能够部分地解释个股上涨或大盘短期上升的原因，但并不能揭示出股市长期趋势的成因。自1932年以来，美国股市基本上呈现底部不断抬高的大牛市。自1990年以来，我国股市大体上也呈上升趋势。这些用“群众心理的直觉天性”与“基本资讯取得的不公平”是不足以解释的。艾略特曾说过：如果你把新闻和消息作为市场走势的动机，那么去赌赛马你或许有较好的运气，你不必在股市里，依赖走势去正确地猜出某一条新闻的义。

马尔基尔认为，股市运动只是一种随机漫步，但又说“买入长期持有”是比技术操作更有效的投资策略。实际上，“买入长期持有”策略本身就是以股市长期趋势走牛为基本前提的，只不过马尔基尔本身未自觉地意识到而已。

三、历史会重演。

历史会重演说得具体点就是，打开未来之门的钥匙隐藏在历史里，或者说将来是过去的翻版。技术分析和市场行为学与人类心理学有着千丝万缕的联系。因为“江山易改，本性难移”，所以股市历史会重演，正如圣经所说“阳光底下无新鲜事”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不出错的。其应用的经验愈多，就可以愈加灵活地对待其成功及失手之处。世上并不存在什么诸如“鞭打市场”的万灵手段，并且作者约翰·迈吉毫不含糊地说永远也不会有。然而，对一般交易者来说，掌握技术分析的基本知识并明智地应用将会有所收获，将会比其他迄今所发现及建立的有关证券买卖的手段更能获利及更可靠。



漫谈趋势



趋势理论的始祖首推美国的查理斯·道，他在 1884 年提出了“股价平均指数”，从而奠定了技术分析的基石。在此基础上，约翰·迈吉和罗伯特·爱德华继承和发扬了查理斯·道以及理查德·夏巴克的思想，在 1948 年出版了《股市趋势技术分析》一书，较为全面地介绍了趋势理论。该书出版之后，为全球股市技术派人士所推崇。时至今日，仍然被认为是有关形态识别分析的权威著作，成为现代风险投资技术分析各种流派的共同基础。在当今中国股市中，许多有关股票趋势形态技术分析的著作，无一不是该书的“追随者”。

道式理论的创始人——查理斯·道声称其理论并不是用于预测股市，甚至不是用于指导投资者，而是一种反映市场总体趋势的晴雨表。其基本要点在于：

第一，平均指数包容消化一切（除了“上帝的行为”），因为它们（平均指数）反映了无数投资者的综合市场行为。包括那些有远见力的以及消息最灵通人士，平均指数在其每日的波动过程中包容消化了各种已知的、可预见的事情以及各种可能影响公司债券供给或需求关系的情况，甚至于那些天灾人祸，当其发生之后，就被迅速消化，并包容其可能的后果。

第二，三种走势。“市场”一词意味着股票价格在总体上以趋势演进，而其最重要的是主要趋势，即基本趋势。另外，则有次等趋势、小趋势等等。

第三，基本趋势：它是大规模后，总体上的上下运动，通常（但非必然）持续一年或有可能数年之久。

第四，次等趋势：这是价格在其向着基本趋势方向演进中产生的重要回撤。

第五，小趋势：它们是非常简短的（很少持续三周，一般小于 6 天）价格波动。从道式理论的角度来看，其本身并无多大意义，但它们合起来构成中等趋势。

历史的重演表现为时间周期的再现与价格形态的重演。比如美国华尔街两次股灾的惊人相似。1929 年 10 月 29 日，美国股市大崩盘；1987 年 10 月 19 日，美国股市又一次暴跌。这两次暴跌，在发生的季节、时间间隔和价格形态上都有着惊人的相似性。

从阳历上看，两次股灾高低点的时间差了 11 天；但从阴历上看，最多差 1 个月，考虑到 1987 年有闰 6 月（即农历 6 月有两个），实际上两次股灾高低点的时间最多仅差 1 天。

股市历史是存在重演的现象，可是像 1929 年和 1987 年两次股灾那么惊人相似的例子是很少的。股市历史经常会以改头换面的方式重演，因此许多股民不能正确地予以识别，一次又一次地与股市大机会失之交臂，或一次又一次地被股市戏弄而套住。股市是按照人性的弱点来设计的，人性弱点是很难改变的，所以股市历史会重演。我们只要善于学习调研，并努力克服战胜自身的人性弱点，就很有希望在股市上脱颖而出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在《股市趋势技术分析》一书中，约翰·迈吉主张交易者追随趋势，而不是试图在一轮下降趋势完结之前抓住市场的底部，几乎在所有的情况下，他都拒绝卷入那种预测"市场"将要走到什么地方的游戏。相反，他主张仔细地选择个股，而不管市场"看起来"会走向什么地方。

趋势理论在实际投资活动中，具有以下指导作用：

第一，帮助投资者认识趋势和应用趋势。在具体的投资活动中（如股票交易），"顺势而为"一词语基本上为大多数投资者所熟知。其实际的应用却被许多人所忽视，"知"与"行"常常造成脱节，不能进行有机结合。股票上涨过程中，如果某一天股价以阴线收盘，则必须引起高度警惕，就算是涨势中的回档，短线来讲，那也是一种下跌。其中或许包含有一些重要的见顶信息。

第二，趋势逆转有成。水滴石穿，非一日之功。一种趋势一旦形成，将会延续下去，直到有外力因素作用于这种趋势之上，才会造成趋势的逆转。而能够改变趋势的这种外力必须是本质性的、强大的。例如，在 1994 年的井喷式行情中"三大救市政策"起到了关键作用。1996 年 12 月中旬《人民日报》评论员文章，给当时狂热的市场降温。1997 年 5 月，禁止银行资金入市再次形成一轮下跌的趋势。2001 年，当沪市股指创下 2245 点的历史新高之后，国有股减持、上市公司财务造假、查处银行资金违规入市等多方面原因，促使股市掉头下跌。

就当前中国股市来讲，市场仍旧处于下跌趋势当中，这是无可置疑的事。曾有一篇题为《我国股市的风险之高举世瞩目》的文章，把捷克和俄罗斯两国的市场危机与中国证券市场相提并论，担忧中国股市重蹈覆辙。这种论调不仅缺乏令人信服的依据，而且同时也说明当前股市的下跌造成了"市场反应过度的状况"。我不赞同与市场为敌，适当的止损行为是值得赞赏的。但错过了卖出的良机，过度的斩仓割肉，却是末日论者的自杀行为。尽管我们不能准确地预测股指将要下跌到何处，但我们相信中国股市并不会崩溃，这种自信并不需要任何数据、指标之类的东西来论证，只要看看我们生活的周围，昨天和今天并没有任何不同之处，心里就坦然了许多。股市的下跌不过是生活中一种正常的现象罢了。事实上，真正的失败者，往往在胜利中狂妄，在逆境中绝望。（邓文生）



技术分析之父



约翰·迈吉毕业于麻省理工学院，他建立了著名的股价图表绘制方法，在 20 世纪中期对股票市场从工程角度进行了开创性的研究，因提出"股价平均指数"理论而奠定了技术分析的基石，被誉为"技术分析之父"。

约翰·迈吉是工作在真空之中的典型人物，他在麻州春田市的一间小办公室里工作，连窗户都用木板钉上，以防外界干扰。他曾说过："当我走进这间办公室，就把世界留在外面了，我只专心于研究我的图形。这个房间不论是在大风雪或是 6 月里月色皎洁的夜晚都一样。在这里，我不会对客户不尽职，看见太阳出来就说'买进'，看见下雨就说'卖出'。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果说，这个世界上还曾有过“依靠过时的方法赚钱”的成功案例的话，那么，约翰·迈吉所经历的，从哲学到精确的计算尺的历程正是这样的案例。此外，如果人类历史上曾经出现过能够将朴素的常识提炼为人类古老的、过时的高贵品质的工程师的话，约翰·迈吉就是这样一位不可多得的工程师。

股票市场研究的首次巨大飞跃，当数查理斯·道和威廉·彼得·汉密尔顿提出的道氏股票行情波动论。接下来的第二次飞跃，则是理查德·W·夏巴克提出的技术分析，理查德的两本巨著——《股票市场的技术分析》和《股票市场的理论与实践》详尽地记录了他的巨大成就。约翰·迈吉与罗伯特·爱德华——20 世纪上半叶的道氏理论专家——两人重新检验了此前所获得的所有研究成果，在加入了自己的研究成果之后，他们合著并出版了这本一举成为股票市场定量分析领域权威的论著——《股市趋势的技术分析》。《战胜华尔街：成功投资的心理学与哲学》是继《股票趋势的技术分析》之后，约翰·迈吉的又一力作，该书阐述了在股市上获取长期净收益的秘密，在于正确的观念、正确的习惯和正确的分析技术。

迈吉认为，现在华尔街的投资者过分依赖电脑，而到目前为止设计得最好的电脑仍然是人类大脑。他在一本赠送给他的股市技术咨询服务社的小册子上写了一句话：当你进入股票市场，你是走进了一块充满竞争的领域，在这里你对市场的评价及观点将会遇到该行业中最敏锐的、最凶狠的头脑的挑战。你是处于一个高度专业化的行业，其中存在许多不同的部门，它们全都是处于深入的研究之中，这些研究者在经济上的生存依靠他们对市场最好的判断。

你当然会被各方面的劝告、建议或帮助所包围。除非你能够发展起一套你自己的市场哲学，否则你是不能够分清好与坏，真实与虚假的。

约翰·迈吉在马萨诸塞州的斯普林费尔德创建了自己的投资咨询公司，直到 20 世纪 70 年代，该公司被出售给约翰·迈吉有限公司时止。1987 年，迈吉去世。在这一时期，迈吉坚持每周进行股票及股票市场的分析，并以周记的方式发表，这为迈吉赢得了广泛的尊敬和声誉。



第一章 交易及投资的技术分析方法

原著精选 YUANZHUJINGXUAN

在过去的 50 年里，很少有人类的行为像买卖企业债券那样被如此众多的人士、从如此众多的角度进行乐此不疲的研究。股票市场对于那些正确理解的读者的回报是巨大的；而对那些粗心的、麻痹的、或者“不幸运”的投资者的惩罚也是灾难性的——难怪它吸引了许多世界上最精密的财务会计师、分析者研究人员，一些自命不凡的怪异人士，通灵人士及“特异功能者”，还有其他只是满怀希望的广大普通公众。

人们一直在绞尽脑汁，并将继续不断地探索安全、可靠的评定市场状态及趋势的方法，找出正确的股票并在合适的时间购买。这些深入的研究并非一无所获——远非如此。有许多成功的投资者与投机者（使用这一词汇并不带有任何偏见），他们采用这种或那种方法已经获得必要市场洞察力，以及能给他们带来盈利的市场判断、预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

见能力与所有重要的自我约束规则。

在数年股市研究过程中，产生了两种截然不同的思想流派，他们使用两种截然不同的方法来回答交易者提出的“何种股票”及“何时”的问题。用华尔街的行话来说，一种是被普遍称之为基本统计分析法、另一种则是技术分析。（近年来，第三种方法，周期分析法，已经取得了很大的进展，尽管仍然被极端狂热分子所困扰，它有望对我们关于经济发展趋势的理解给出许多答案）股市基本分析人士依靠各种统计数据，不断的检查审计师的报表、损益报告、季度资产负债表、红利记录以及他所关注的企业股票的经营策略，他分析销售数据、管理状况、生产能力及竞争能力，他还关注银行及财政报告，生产指标、价格统计及收成预测，以评定总体业务状况、他经常仔细阅读报刊新闻以对今后业务状况做出评估。

综合所有这些因素，他对其股票付出评估，如果其当前售价低于其评定的价值，他将认为可以购买。

（事实上，除了那些第一次触及股市投资新手，在最初毫无经验的时期，以及在其经验不十分丰富的时期，其他任何观点不仅是不合理的，也是不可理解的。）这些纯粹的基本分析人士实际上是十分罕见的凤毛麟角。即使那些市场权威人士，尽管它们装着对图表和图表分析人士不屑一顾，但并不是漠不关心自动纪录纸带机上的价格变化、同时也不隐藏他们对道氏理论的敬意，而不管他们是否意识到道氏理论在其本质上则是纯粹技术性的。

技术分析的定义

技术这一词汇，在股市应用中，远不是一般辞典中定义的那样，它有其特殊的涵义。它是专指对市场本身行为的研究而非对市场交易的商品的研究。技术分析是记录（通常用图形方式）某一股票和“指数”的实际交易过程，并从其中推断出今后可能发展趋势的科学。

技术分析人士坚持认为：对某一股票评定一个内在的价值是毫无用处的。例如，一股美国钢铁公司的股票在1929年早秋价值261美元，但在1932年 6 月你可使用22美元就可买到！到1937年3月，其售价是126美元，而仅仅1年以后只售38美元。到1946年5月他又回升到97美元，然而10个月以后，在1957年又跌至70美元以下，尽管此时该公司的收益一般认为接近历史记录，并且当时的利率总体上是接近历史低位。根据该公司的资产负债表，每股美国钢铁公司股票的价值在1929年底大约是204美元，1932年187美元，1937年151美元，1938 8 年117美元，而1946年是142美元。这种人们认定的价值与其实际价值不一致的情况不是特例：而是永远不变的规则。事实上，每一美国钢铁公司普通股在任一特定时间的价值完全是由纽约证券交易所场内所反映的供求关系决定的。

当然，在这种供求关系中，基本分析人士所研究的一些统计材料也起了较大的作用——这是完全许可的。但是，还有许多其他因素的影响。市场价格所反映的不仅仅是许多正统证券评估专家的不同价值观，同时还包括许许多多潜在买方与卖方的期望、恐惧、猜测及很多有理或无理的情绪，以及他们的需求与资源——所有这些因素挑战我们的分析，并且许多因素是无法用统计数据加以衡量的。

但是，每当买卖双方通过其代理商达成一笔交易时，所以这些因素都已综合反映在其成交的价格上了，而这一价格则包含了一切……

到此，读者如果认为前面所述的有关交易和投资的技术分析方法是十分恐怖的，也许他最好就此合书。因为、这基本上就是本书以后部分将要讨论的技术方法，或者说是技术分析理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第六章　重要的反转形态

从实际交易者的角度来看，我们所论及的道氏理论显然存在一些缺陷。我们也曾提及一个事实，就是道氏理论并不能指导我们去买卖何种股票。我们无法买进或抛出“指数”。一个保守而资金雄厚的投资者，会更重视安全性，而不是最大的获利数值。他通常可以将各种信息，以及旺季发行的“蓝筹股”做一个全面而彻底的罗列，然后在道氏理论认为一轮牛市开始时指示经纪人大量买进，从而保证其投资的安全。他的作法有些会比其他人正确，而有时也可能“失手”，但由于其广泛的选择将会平均下来得到一个相当满意的结果，如果我们知道在任意一段时间里如何选择购进当时最有价值的股票，又在其开始贬值之前把握机会果断出仓，转手他人，结果就会更好。在一轮升势中先于道氏理论家安全地买进，而在市场已回跌并出现道氏熊市信号之前抛出，如果我们能做到这一点，当然也可能赢利。

我们另外提及的一个事实就是，道氏理论对于中期交易几乎没有帮助或意义不大。很显然，如果我们在每一轮升势中都赢利而同时又保证不会在每一轮回调时损失所得利润；我们就会获利颇丰。又或者我们可以在市场中既进行多头交易又进行空头交易，两种操作均可赚钱。

最后一点，尽管所有的股票都趋向于与以“指数”为标志的“市场”一同运动，实际上个股的价格也存在很大不同，毕竟一个指数只不过是一种把许多其他数据表示在一个数据中的工具而已。1946 年 5 月 29 日，道琼斯工业指数显示一轮主要牛市收尾，而泛美航空公司的股票却在 1945 年 11 月出现其最高价位；通用汽车公司股票顶点价位出现于 1946 年 1 月，Goodyear 是在 4 月，Dupont 则是在 6 月，而 Schenley 则是在 8 月，又有哪种方式可以将这些差异完全概括呢?

对于个股图表技术分析明确地回答了这四个问题中第一个，也是最重要的一个，如何选择个股的问题。它通常(并非总是如此)会给出我们在道氏理论上跑步的起点，同时，在很大程度上，关注中等趋势的问题，尽管这在有关交易策略及风险控制方面还存在一些保留，而关于这两者的一些问题我们将接着进行讨论。最后，细心的技术分析应该几乎在每一种情况下，先于指数给出的信号让我们在遭受任何相当可观的下跌之前，了结持有的那些已经“见顶”的股票，从而经常能及时将资金转向其他一些还没有完成其上涨过程的股票。

正如股价平均指数包容了所有已知的及可预见的、在总体上影响未来证券价格的因素一样，个股的市场行为以同样的方式反映了所有影响其发展前景的种种因素。这些因素以及其在图表上的表现，就是或多或少影响所有股票的总体市场环境，以及那些影响某一特定股票的特定情况，这其间也包括“圈内人士”的操作。

我们从一开始就假定读者不属于熟知内情的“圈内人士”。真正被称为“圈内人士”的人，他们对市场中的每一个细节、数字和前景等可能影响其资金去向的因素都了如指掌——像这样一些人，我们不否认他们经常存在，有时也可能会对股票市场价格产生影响。但这样的“圈内人士”实际上并不是普通交易者想象的那么多，他们也不是像大家所说的那样，可以影响市场运动的十分之一，因此而招致公众的责备。而且圈内人士也可能出错，实际上，他们自己首先就承认了这一点。通常，他们的计划常常为一些难以预见的情形所打乱，或者由于对专业人士的忠告置若罔闻而陷入被动。而他们所取得的每一笔成功的交易，都是在交易所中简单的买进和卖出中所完成的。如果支配价格的供求平衡没有变化，他们就无用武之地了。无论他们如何操作，结果迟早也会反映在图表上，而所谓“圈外人士”同样也能看到。至少我们会知道“圈内人士”的操作和其他的主要市场因素正影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

着市场的供求平衡。因而你并不一定要成为一名“圈内人士”，以便经常追踪他们。

重要的反转形态

股票的价格以趋势运动，有些趋势是直线的；而有些则是曲线的；有些短暂，有些持续时间较长；有些不规则且难以确定，另一些则极有规律地产生于一系列方向一致的运动和波浪中；迟早这些趋势都会转变方向；可能回落(由涨至跌)，也可能为一些横向运动所中断之后又再次沿原趋势方向发展。

绝大多数情况下，当一个价格走势处于反转过程中，不论是由涨至跌还是由跌至涨，图表上都会呈现一个典型的“区域”或“形态”，这就被称为反转形态。一些图表形成极为迅速，而另一些可能需要数周之后才会明确地显示出反转形态，总的说来，反转区域越大，其所具有的意义也越大；这其间价格波动的范围越大，其形成的周期也越长，这一阶段的交易量也就越多——笼统而言，一个大的反转形态会带来一轮幅度较大的运动，而一个小的反转形态就伴随一轮小的运动。无需多言，技术图表分析者首要的，也是最重要的任务就是研究重要的反转形态，从而从交易时机角度对其预示意义做出判断。

在一个交易日内出现并完成的明确的反转形态，我们称之为“一日反转形态”。有时也会出现这种情况，在任一上升或下跌的运动中，至少暂时会出现一个意味深远的停滞阶段，而就其一般的表现形式而言；却并不意味着会在相反方向上很快运动。这一形态极为有用，我们将在后面予以详细阐述。而在新的趋势推进之中，价格形态的形成是需要时间的。正如驾车一样，我们不可能将一辆以时速 70 英里奔驰的大卡车立即停下，又在同一瞬间将其调转过来；在道路上沿相反的方向重新以每小时 70 英里的速度疾驰。

趋势反转所需时间

我们无需以赛车的类似情态来解释，为什么一个重要趋势反转的产生需要时间(交易量以及价格运动)。只要我们稍加探究，这其中的逻辑关系是显而易见的，我们可以轻而易举地以特定的术语描述所发生的情形(毫无疑问，我们可以多次这样做)。假定有一些消息灵通而且资金雄厚的投资者决定投资某公司的股票，现在的售价是 40，价位很低，而这一公司的经营状况前景乐观，不久之后就会吸引众多的投资者，其股票也会上升到一个高的价位，可能是 60 或 65。我们的这些投资者意识到，如果他们能熟练地把握其市场操作，而又没有以预见的情况影响其计划的话，在这一轮行情中就可以赚上 20 个点。所以此时他们就将开始买入所有的抛盘，而且尽可能不为人所知，直到他们已经建起足够的仓位，例如可能达到数千股，并实际上代表了该股票当前所有的流动供给数量，然后他们就持币观望，等待时机。现在专业人士也开始心生疑虑，市场传言四起，诸如“PDQ 上有所动作”云云，或者有一些精明的交易者已经发现这一公司的前景看好，图表分析家也开始察觉股票运作中的建仓信号。现在买家发现此种股票告缺，市场上几乎已经没有，只得高价购入。一轮行情就开始了。

升势不断加速，越来越多的交易者为飙升的价格所吸引，良好的财务报表（高利润，分红增加等）对此推波助澜，而这正是我们这群交易者所预计的。最终价格达至他们预期的获取利润的高度。但这一操作——即出清持股——比建仓时更要求足够的耐心和娴熟的技巧；假定他们现在持股量是 20000 股，就不能马上一次性出仓或分散。因为如果这样做最终会对其本身不利。他们必须一点点地把趋势维持住，尽量避免引起注意，否则就会影响市场需求量，而导致价格狂跌。如果此时此种股票日交易量已达到一定水平，比方说每日成交 2000 股，那么他们可以一天抛出持股的 500 股，这样就不至于导致价格下跌。(迟早，他们都会和那些仿效其行动的交易者产生竞争，这些交易者在价位下跌时买入以期在涨势出现疲软轻信号时抛出从而获利)。因而在涨势看起来已经达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最大的能量；或者价格达到了他们的预期目标，但距离其最终可能达到的极限高度还有一段距离时，他们就开始抛售持股，而当其迅速抛售的同时；另一些买家正在迅速地买入。

不久之后，正如我们的一条道氏原则所提及的，在其出清所有持股之前，需求量会出现一个间歇。也许是有远见的买家察觉到了供应量的增加，这时就出现了一个回调。我们的交易者马上停止出仓；甚至在此时购入一部分以维持价位，以免价格下跌过猛。由于市场供应量又出现短缺，下跌停止后又开始上扬。我们的交易者采取了任其发展的态度，直至价位又抬升到一个新的高度，这一涨势加强了其他持股者的信心，也吸引了更多的买家，一旦达到了预期的高点，我们的交易者就开始新一轮出仓，如果策略高明的话，也许在两至三周之内，市场需求疲软之前，这一轮出仓就已经完成了。

我们的交易者现在出清了持股而且获利颇丰，20000 股已转手他人。如果其对市场判断准确，在涨势转跌时的最高价位时出清持股，那么在未来的很长一段时间里，市场需求量都会得到满足。价格可能会一度回跌至前一轮跌势时他们所支持的价位；然后又由于那些专门等着这样一次回调时买进的交易者的操作而略有回升。而另外一些交易者由于在前一轮交易高峰期未能把握时机出手获利，现在正急于抛出持股，这一行为就导致了一个中等或主要的下跌趋势。

现在你应该清楚，在一轮典型的行情中，形成一个顶点区域，一张出仓的图表形态是需要时间和交易量这两种因素的，然而，我们没有必要一定要和那些知情人士或投资财团一争短长，或者，(更多的情况下)被其他投资者对于股票不同的态度和盲目的操作搞得无所适从。因为不论怎么做，结果是完全一样的。出仓，不过是“华尔街”上表述供给超过需求这一过程的一种方式，它需要用一定的时间将大量持股转手他人；我们将会十分惊奇地看到，这些出仓的形态，我们以后将简单地称为“顶部形态”，是如何倾向于与某些很好定义的形态相近。还有许多类似的形态是作为“底部”出现的，当然这一过程中所表明的是建仓或积累，而不是出仓或分散。



第十六章　商品期货图表的技术分析

想想前面讨论的股市图表中各种有趣而重要的形态，应该也出现在别的债券和商品的图表中，只要这些债券和商品在有组织的公开交易市场上能自由、持续和活跃地买卖。这种想法一般是正确的。任何一种商品，如果其市价完全由供求关系的自由交互作用而决定，其价格趋势在图上做出时，呈现出与股市中同样的图形现象，比如说，上升和下降，积累和扩散，巩固，持续和反转等。无论涉及的商品是公司股票，还是未交割的棉花合约，其投机目的和投机者的心理都相同。

因而，在理论上，应该可以将技术分析的原理运用到任何一种活跃的商品期货中（小麦，玉米，燕麦，棉花，羊毛，可可，皮革，鸡蛋，等等)，而这些期货的精确的每日价格和交易量数据都是公开的。如果为商品期货合约、股票和债券之间的固有差异设立了合适的保留条件，那么的确应该如此。

这本书的前几个版本中讲过，着眼于大额，迅速盈利的交易商，例如在小麦中，就被警告说：1947 年的商品图表“帮助极小”。

有人指出，对商品期货图表的成功技术分析一直到 1941 或 1942 年都是可能的。但从那以后，政府条例、贷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

款和购买控制了市场——完全受控与关于谷物和别的商品的几个政府代理机构的、变动的（而且常常矛盾的）政策和条例——已严重地扭曲了正规的市场评价体系。那时趋势的极端反转可以而且确实在一夜之间发生，除了市场反应可以表现的以外，没有别的警告。供需平衡中普遍有序的波动，它们产生供技术师阅读的重要的明确的形态，但现在已经不存在了。而且，二战期间小麦、玉米和棉花期货中获得的盈利（和损失），可以肯定地讲，这些盈利（或损失）不是由图表产生的。

但是，在过去的五或六年中，商品交易中技术方法的应用已被重新研究。在今天的形势下（1956 年），图表似乎为商品交易商最有用的工具。当今政府管制的效果已明显导致“更有序”的市场，而且丝毫不破坏市场的评价功能。在排除掉商品和证券间各种本质的区别后，基本技术方法可以运用。

下面来简要讨论商品期货与股票的内在的差异，给商品图表的某些特点。首先，最重要的差异是，未来交货的合约，是交易商品的营业工具，它有一定的期限。例如，任何一年的十月棉花合约有大约十八个月的交易寿命。它作为“新成员”登上“舞台”，进入交易，在这十八个月内交易量或多或少较稳定地增长着，直到最后到期。理论上该合约为独特的商品，与所有别的棉花交货分离。实际上，它极少与同期买卖的交货价格相差甚远，或者与仓库中的棉花实物“现金”价格有大差异。

但是，该合约有他有限独立的期限，因而长期支撑线和阻挡线不管怎样都无意义。

其次，商品期货中极大的交易量——在正常情况下，肯定有总合约的百分之八代表着商业套期保值而非投机。（它实际上是防范风险，避开投机。）所以，即使近期的支撑阻挡线，其潜力亦比股票中要小，而且，套期保值在相当大的程度上受控于季节因素，因此，商品价格趋势存在一定的季节性影响，这对商品投机者来说，即使仅仅只是评价在某个时期内这种现象完全没有出现的意义，也必须注意这种影响。

第三条差别在于交易量。理解股票的交易量相对容易些。但商品中交易量问题极其复杂，因为，理论上，对未来成交的期货合约数目没有限制，且期货合约可在成交日之前对冲。对任何一种股票，流通在外的份额数通常是已知的。比如说，在股东手上，持有 Consolidated Edison 普通股 13700203 股，这个数目多年未变，而且在将来几年内也不会变。Consolidated Edison的每笔交易都涉及到一个或多个已发行股票的转移。但在商品期货合约情况下——比方说，九月小麦——交易在很早之间就开始，那时没有人知道到九月份时会有多少蒲耳的小麦可以用来交货，而且有时未平仓头寸超过供应能力的许多倍——这都相当正常。

还有一个重要的差别。某种新闻——关于天气、干旱、洪水等的新闻，会影响生产的庄稼，如果我们交易一种农产品期货，新闻可以迅猛地改变期货市场的趋势，而且就现在的天气知识水平还无法预测这些新闻。股市极罕有类似情形。

在正常市场条件下，以最简洁最富逻辑性的方式来反映趋势变化的图表形态，使用于股票，同时也适用于商品期货。这些图表形态有，头肩形，圆顶和圆底形，基本趋势线。事实上，趋势线在期货中更易确定而且更有用。另外一些图表形态类型，与股票短期交易或成群分散和积累相联系，在期货中出现的较少，而且对随后运动的方向和程度的预测基本不可靠，比如：三角形，矩形，旗形等。如前所述，支撑和阻挡线在商品期货中强度要小；有时，支撑和阻挡线似乎在很好的起着作用，但正如一般情况一样，实际上没有发挥作用。由于类似原因，缺口的技术意义也较少。

有一条机械性的交易规则：无论何时，短期平均线移动到长期平均线下方，表明市场显示卖出信号。当短期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

线移动到长期线上方，则给出买入信号。当然，我们必须加上自己的判断，自己依据和约的交易量、正在形成的价格形态、下降三角形、矩形和“瀑布效应”等做出的判断。瀑布规则仅适用于经历了持久的主要上涨趋势或下跌趋势的期货合约。下跌趋势时，线性坐标图形呈现一轮近乎垂直的、为时几周或几个月的下跌——瀑布形态。价格巩固期随后形成，紧接着，三天移动平均值从下方穿过十天移动平均值。这是一个初步的买入信号，可以立即执行。无论怎样，在下跌价格运动中，前期收市价格低点紧下方必须设一防线。当三天移动平均从上部穿过十天移动平均时，持久的上涨趋势后会类似的给出卖出信号。瀑布买进或卖出信号一经发出，将一直有效，直至防线被一新的收市价低点所穿透。买入信号发出之后，随着三天移动平均线运动至十天移动平均线下方，将会出现可观的抛压及多头回补，这是因为假定紧急趋势反转信号已经给出，没准还是一主要趋势反转。无论结果如何，跟随性的技术分析都应采用常规方式。

本文目的不在于解释商品期货市场上的操作，也不在于为即将入市的经纪人提供建议。本章仅为希望进一步研究的读者设一开端。读者必须明白，商品期货中成功的投机需要极多的专业知识，需要更多的分分秒秒的专注。一般个人仅需要腾出空余时间到图表上，就可以希望的证券投资上获得一相当大的成功，但我建议，除非他准备以此为业，他最好不要涉足商品期货投机。



第十八章　有关交易策略的问题

正像许多交易者所发现的那样，你完全有可能在一个牛市中赔钱——同样地，在一个熊市中卖空也亏钱。你有可能非常准确的认定了市场的趋势，你的长线交易策略有可能百分之百正确。但是，如果不采取一定的交易策略，如果缺乏在该领域中制定详细出入市计划的能力，你也许不可能充分发挥你所掌握的知识的优势。

交易者，尤其是那些缺乏经验的交易者，在市场中表现如此差劲有许多原因。在买入一只股票的时候，即使其价格不断上涨，而他们却没有目标价值，也不知道用何种手段于决定何时卖出以获取利润，而最终遭受了损失。其结果将是，他们经常先取了应获的利润，但其亏损的头寸不是立即止损出局，而是越来越对其不利。并且，还存在着这样一个心理缺陷。在买入（或卖空）股票时，每一笔交易都需征收一笔佣金或者零散头寸交易费，而在他结束这笔交易时，还要征收另外一笔费用。同时，因为他不可能抓住每一次回升的顶点和每一次回调的低谷，在大多数情况下，他必然发现当他发出其买卖指令后，价格已向对其头寸不利的方向运行许多距离。即使在一笔十分完美的交易中，在其预期的市场运动进行之前，他也可能看到 10%~15% 的账面亏损（或者更多）。很显然，如果在这股票朝其所期望的有利方向运动之前，他动摇了并且在没有充足的理由情况下补回了头寸，他将遭受不必要的损失和完全丧失其获取利润的机会。

那些长线交易者，他们在接近市场底部的区域买入并保持头寸直到接近市场顶部的位置，然后获利出局，将其利润转为现金或存于政府债券，直到（也许很多年以后）出现另外一市场底部买入的机会，他们则不会面临这种何时买入或何时卖出的经常性的问题。这是假定他能够准确地知道何时已经达到了市场的底部，他也能知道市场趋势已经达到其极度的顶点（这个事实上是一个十分大胆的假设）。对那些获取巨额利润的长线投资者来说，并不如你所说的那样简单，“在其低点买入，接近顶部时卖出”。然而，这些巨大的利润的确在长期的交易中曾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经获取过，而这是非常令人难以忘怀的。

而本书的这部分内容则更关注于证券的投机性买卖。

从投资和投机的角度看，有一些基本的差别。了解这些差别并确定你真的站在哪一边是很有用的。两种出发点都是无可指责并且可行的，但是如果你混淆它们，很可能遇到极多麻烦并遭受很大损失。

作为一个投机者，区别之一是你对付的是这样的一些股票。确实，股票代表对一个公司的所有权，但它与该公司的确不是一回事。一个强大的公司的债券一般很弱，而有时一个弱小的公司的债券却特别强盛。认识到公司本身与其股票并不完全一样是很重要的。技术操作手法所关心的，仅是那些买、卖或拥有它的人士所认可的价值。第二个差别是关于红利。“纯粹的投资者”实际上是极其罕见的，一般认为他们仅考虑从股票上获得的收入和潜在的收入，即其投资以现金红利形成的回报。但是有很多股票，虽然一直维持稳定的红利，但却失去了百分之七十五或者以上的账面价值。而在另外一些情况有些股票虽然只支付名义性的红利或者根本没有，但却拥有巨大的盈利。如果红利像有些投资者所认为的那样重要，我们所需要的研究工具就只是一只计算尺来确定各种股票的收益率，从而确定其价值。按照这一理论，没有红利的股票就没有任何价值。

从技术观点来看，“收入”从资本收益与损失上分离开来，就没有什么特别意义。卖出一只股票所实现的价格减去支付的价格，再加上所有收到的红利，就是总收益，收益完全来自于资本增值、或完全来自于红利，或者两者的混合，没有任何区别。如果是卖空，卖空者还必须支付红利，但在此同样地，红利只是混在资本收益或损失中一个计算交易净盈亏的一个因子。

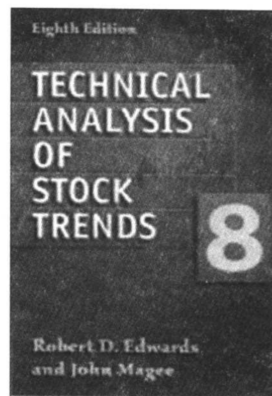
还有第三种误解。经常地，“纯粹的投资者”支持认为他曾用 30 美元购买的股票现在市场是 22 美元，由于他没有卖出故没有遭受损失。通常，他应告诉你他对这家公司充满信心，他将持有这只股票直到其市价恢复至 30 美元。有时，他将特别声称，他从未遭受损失。

如果他于 1953 年在 40 美元以上购买了斯蒂特贝克公司股票并且一直持有该股票到 1956 年，其市价大约在 5 美元左右，这样一位投资者如何纠正其头寸就很难说了。但对他来说，损失在“实现”之前并不存在。事实上，他对于股票最终将重新回到他购买时的价格的信心，也可能只是一种投机性的希望而已，而在这个例子中，则只是一个凄凉的希望。

另外，有人可能会问，他的解释是否一直保持一致？例如，假设该投资者以 30 美元购买的股票现在市价是 45 美元。他是否会告诉你，直到该股票售出时他没有考虑到利润或者损失？或者他是否会对人怂恿而谈起他在该笔交易中的“利润”。

从“实现了的”或者完成了交易基础上，或者从某一特定时间的市价基础上来考虑收益或者损失都是可以的，但如果只是使用其中某一方法来掩盖你的错误，而采用另一种方法以显示你的成功就有点自欺欺人了。许多财务上的悲剧的根源就是这种概念的混淆。

作为一个采用技术性交易方法的交易者，必将会发现最现实的观点是用累积的观点看待你的盈亏。就是说，在某一给定的时间的盈亏用股票当时的收市价来计算。



《股市趋势技术分析》
英文版封面

再次强调几点（a）避免把一只股票与其所代表的公司等同起来。（b）避免有意识或者无意识地在红利基础上评定一只股票的价值而不顾及其市场价格。（c）避

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

免混淆“实现”了的与“累积账面”盈亏。

技术型交易者不承诺采取“买起来搁着”的策略。有时，十分明显可以持有一份有利头寸达数月或数年。但有时，必须付出代价以离开市场，这有可能赚钱也可能是赔钱离开市场。成功的技术型交易者从来不会因为感情因素而处于明显不再有利的情况。

富有经验的交易者可以充分利用更短的中期趋势进行交易，并有可能其净赢利比完全采用主要趋势的净赢利大，即使除去更多的佣金成本以及对短线交易征收的更多的所得税。

但必须明白，任何这样额外的利润并不容易获得，这都是靠永远保持高度的警惕性，并持之以恒地坚持系统的交易策略。对于被认为是一种博弈行为的市场来说，市场比扑克牌游戏及轮盘赌博更为严峻，不可能采用任何简单的数学跟踪系统来“敲打市场”。如果你对此怀疑的话最好在此停住而仔细研究一下那些诱惑你的这样的系统，对照实际市场长时间的运动记录进行检验，或者问一下自己是否曾经听说，有谁完全追随这样一套系统来指示自己的市场操作而取得了成功。

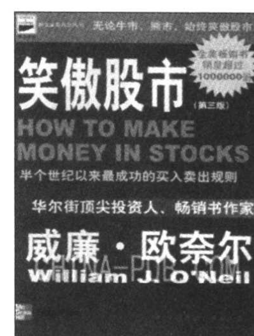
技术分析，尽管会理所当然地涉及一些数学的东西，但从另一面说远非一套数学性的系统。它完全清楚地意识到市场是一种敏感的机制，所有感兴趣的人士的不同观点都被一种竞争性的自由拍卖所缩减到一个单一的数字，从而代表任一特定时间该只股票的价格，从而根据这些图表，参考过去相似情况下的经验试图发现市场活动的一些情况。我们已经研究过的形态与形状并非毫无意义或十分主观武断。它们代表真正的价值、期望、希望、担忧、工业的发展状况及其他人们所知道的各种情况的变化。我们很有必要知道，那些特定的希望、担忧或其他因素都反映的某一特定的价格形态之中。我们能够意识到这种形态，并明白什么样的结果可能预期从中发生，这是非常重要的。

你可能会说，短线交易利润是在趋势不稳定情况下被洗出市场，以及为市场提供流动性的服务报酬。但相对于长线投资者来说，你将更快的持有头寸，更快地获取利润或者承受损失（如有必要）。你将不关心自己在市场某一特定股票中持有“头寸”（尽管你将会看到，我们将会试图根据市场的状态维持一种“总复合系数”）。在每一笔交易中，你将比长线投资者获得更小的利润，但你拥有可以频繁走出市场并在持有一份新的头寸之前检查整个市场状况的优势。

尤其是，在一些惊慌性的市场中你将会得到保护，有时（1929 年的情形绝对并不是唯一的情况），长线投资者只能坐视其长时间慢慢积累起来的利润在几天时间里损失殆尽。短线交易者在这种灾难性情况下，将被其止损指令或者市价指令推出市场，而只遭受一定程度的损失，并一直保持其大部分资本未受影响，从而可以在新的趋势发展时继续使用。

最后，在我们接下去讨论交易策略的主题之前，有必要清楚我们所说及的操作是指中小规模的交易者。这里所建议的进入市场或者走出市场的方法都是针对零散的买卖来说的，100 股、200 股，有时达到 1000 股或者更多一点，依据特定股票的活跃程度与市场而定。这些方法不能用于那些处理 10000 股以上大规模交易（注：显然此言对于中国的一元面值的上市股票来说应当向上修正），因为在这种情况下，其自身的买卖将严重影响股票的价格，这种大规模操作属于特定研究领域，虽然也服从于基本的趋势和战略，但需要一种不同的市场操作策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《笑傲股市》

【美国】威廉·欧奈尔（1933~ ）

很多投身股市的人由于缺乏知识而业绩平平或亏损，但没有人注定亏损。你肯定能学会明智地进行投资。本书将为您提供成为成功投资者所需要的投资见解、投资技巧和投资方法。我相信大多数国人和其他自由世界的很多人，不论年轻还是年长，有无专业知识，无论教育程度高低，出身或经济地位高低，肯定应拥有自己的股票。本书不是写给精英人士看的，而是给成百上千生活在各处希望谋得一个改善自身经济状况的机会的男士和女士写的。无论何时开始投资，你都不会觉得自己太老或太幼稚。

你可以起步低一些——如果你是上班族或投资生手，不要用太多钱做起始资金。你可以从少一点如500美元到1000美元开始，当你赚到或省下更多的钱后，就可以追加投资。我就是从21岁高中刚毕业后买下5股宝洁股票开始起家的。你生活在一个有无穷多机会的梦幻般的时代，一个不断出现杰出新概念、新产业和新领域的时代。然而，你必须读完本书来学习如何识别这些令人振奋的新形势并获取优势。机会摆在所有人的面前。

——引自《笑傲股市》



一般而言，投资股票要获得成功需要三项基本要件，即一套有效的选股策略、风险管理以及遵守上述两项要件的纪律。而威廉·欧奈尔就是因为遵守了上述三项基本要件而成为华尔街最顶尖的投资人。他21岁白手起家，30岁就买下纽约证券交易所的席次，他创办的《投资者日报》是《华尔街日报》的主要竞争对手。目前欧奈尔是全球600位基金经理的投资顾问，并担任资产超过2亿美元的新美国共同基金的基金经理。

欧奈尔认为，一只股票并不像一辆汽车或一套高尔夫球棍那样，你必须为它们的质量付钱，发现低价的最优股是在股市中制胜的策略。欧奈尔以其40年来研究股市的心得和经营共同基金的实证经验，淬炼出一套最佳投资系统方案——CANSLIM方法来帮助投资者发现当今股市中的最优股！《笑傲股市》一书详细介绍了CANSLIM这一历经考验、简易可行和以真实情况为依据得出的方法。美国个人投资者协会将欧奈尔的CANSLIM方法与其他众所周知的选股方法，如彼得·林奇和沃伦·巴菲特的方法进行了比较之后，发表于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2001 年的独立研究表明，CANSLIM 方法每年都可以取得最好和最为持续稳定的业绩，是最佳投资系统方案。

《笑傲股市》一书中所介绍的 CANSLIM 方法包含买入和卖出规则，这些规则都是通过对 20 世纪上半期每一年最赚钱的股票的深入分析而得出的，并反映出股市的真实运行状况，而非电视上那些股市分析人士口中所流行的个人观点和信念。威廉·欧奈尔是一位高明的投资人，也是一位殷实的商人。他发展出著名的 CANSLIM 选股投资法则，并以此方法进行实际投资，创下在 26 个月内大赚 20 倍的纪录。在 1963 年，他又创下最年轻拥有纽约证券交易所席位的纪录。而他的《笑傲股市》一书基本面、技术面兼顾，内容丰富又不繁琐，忠于事实，不受传统教条束缚，有别于普通的投资书籍，颇有实战价值！





图书市场中有些关于投资方面的书籍，作者逻辑清晰、言词缜密，有假设、有推理、有论证，旁征博引颇有深度，很能感染读者。但令人尴尬的是，这些作者可能自己并没有炒过股，或者是股市上的菜鸟。他们的书中可能夹杂了不少个人的主观想象，有经验的炒手自然能取精弃粕，经验不足的炒手，就难免陷入其中，难以分辨了。威廉·欧奈尔已经过检验的投资策略为他赢得了数百万忠诚的追随者，他的《笑傲股市》一书融会了读者所需要的全部投资指导，从如何挑选经纪人进行多样化投资，到如何通过共同基金赚取百万资产等，无所不包。威廉·欧奈尔的《笑傲股市》一书总结了一种选股模式 CANSLIM，其中每个字母都表示一种尚未发动大涨势的潜在优秀股票的特征。

“C”表示最近一期的每股收益。绩优涨势股票往往在发动大涨前，在每季度报告时就常显示出季度每股收益率比去年同期有近 70%的增长。一些个人投资者，甚至养老基金经理等，他们常对季度每股收益率显示没有增长或相比有所下降的股票仍然买入。对于当前每股收益率很差劲的股票绝对没有理由期望它上



威廉·欧奈尔的股票卖出 36 条准则

1. 买对股票就已为卖出的成功奠定一半的基础。如果在适切时机买进一档刚自形态中向上突破的股票，而且在不超过买点太高的价位追进或加码，你多半可以不受日后修正拉会所影响。因为真正会飙的股票很少回跌落到正确买点 8%以下。

2. 仔细研判在你买进一档股票后，多头行情里出现的大卖单。这些大卖单可能很短暂、很不一致地出现，而且与以往的成交量相较也不算太大。但最强的股票此时可能出现一或数周较强的卖压，你应当从全盘来看日股价与成交量的变化，不要被正常拉会吓出持股。

3. 如果一档股票由底部向上冲出以后，某一天股价收盘涨幅较前几天快速，这时你必须很小心！通常这是已到达或非常接近顶点的迹象。

4. 行情最顶点可能发生在成交量最大的那一天。

5. 如果某档股票向上疾奔 2 或 3 周（8 至 12 个交易日），赶紧卖掉股票。这就是所谓的攀顶（喷出）走势。

6. 如果因为股票分割（很接近股票大幅除权）而大幅向上涨升 1 或 2 周（通常上涨 25%或 30%，有时可达 50%），就可以卖掉持股。倘若一档股票由形态中向上突破，又宣布要股票分割，你就应该出清持股了。

7. 大户应在市场买主愿意接受股票时卖出持股。因此，如果股价涨起而这时好消息也已发布出来，你要开始考虑卖出持股。

8. 低量新高意味着股票需求暂时褪去，卖压可能马上紧接而来。

9. 涨高以后，若是量大不再涨，可能有人开始出清存货。

10. 股价顶部的几天日线可能都显出上影线（连续几日以最低点收盘）。

11. 当行情变得热络，每个人都觉得股票还会再涨，我建议赶快卖掉它，否则为时已晚了。杰克.卓法斯说道，“当每个投资人都很乐观，开始鼓吹亲朋好友买股票时，其实这些人只能嘴上煽动他人，自己却无法再将行情向上推升，这时最好赶快卖掉股票。”相反，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

涨。如果正如欧奈尔研究所示，好股票在它价格大涨之前一定显示出公司有很大的收益增加，那么为什么要去买收益表现平庸的股票呢？所以欧奈尔选股的第一条基本原则是选那些每季度每股收益率逐年上涨至少达到20%至50%的股票。

“A”在欧奈尔的模式中代表每年收益。欧奈尔的研究表明，表现出色的潜在优质股票，在它发动行情前，行情前五年的平均收益往往达到24%的增长率。理想的情况是逐年的每股收益应该比上年增长。显示当前季度收益有力增长，年平均收益也有大幅增长的股票是极为优秀的。通过在《每日投资报》上发表EPS数据，欧奈尔把所研究的所有股票过去五年的平均收益及当前两个季度的每股收益增长率放在一起作为对比数据提供给大家。如果某一股票显示EPS数据为95，他的意思是该股票在当前季度收益率比其他95%的股票优异。

“N”表示该公司具有一些新东西。“新”的概念包括新产品，新的服务内容，设备上的更新，新的管理方式或新的管理经理层。据欧奈尔研究95%表现优异的股票都有这一特征。当然，这一“新”概念也包括某股票创出新的高价。在欧奈尔的研究会上，欧奈尔发觉98%的投资者不愿买入创新高价的股票。然而这是股市上最大的似是而非的错误概念，股市上常见的是强者恒强，弱者恒弱。

“S”表示股票流通规模要小。欧奈尔的研究表明95%的出色的股票的总股本少于2500万股，这些股票的平均股本是1180万股，中间数字只有460万股。许多大的机构投资者限制他们自己只买股本庞大的大企业股票。他们这样做，自然错过了一些表现最杰出的股票。

“L”表示领涨股票。欧奈尔统计，从1953年至1985年期间，500种表现杰出的股票在它们大涨之前，相对强度指标平均是87，所以欧奈尔另一个股票选择原则是挑选领先股票，而避免落后股票。他倾向只买入相对强度在80以上的股票。

“I”指有大的投资机构关注的股票。机构投资者至今仍是股票最大的需求者，领先股票往往有机构做后盾，然而要注意关照某一股票的大机构不宜过多，因为一旦该公司有些问题发生或是整个股市表现平庸，

当别人对行情没把握时买入股票，然后在大家一股脑看好行情时就可获利入袋。

12. 如果一档股票由底部快速涨升一段后，出现跳空涨升，表示行情可能已经接近顶点。

13. 如果一档股票崩落数天还未能反弹，请卖掉持股。

14. 如果一档股票以几周时间向上推升一段，后来却全部跌光涨幅，就可以考虑卖掉。

15. 若季赢利成长速度明显减慢或连续一季衰退，多数情况下应当卖掉持股。

16. 如果同类股中另一重要标的走得很差，应考虑卖掉。

17. 小心只因谣言或坏消息而卖出股票，它们通常只能造成短线冲击，而谣言时常是用来清洗余额的幌子。

18. 避免在相对低档区卖股（低于主要价格支撑区）。

19. 若未在涨升阶段提早卖出股票，也要在初跌时杀出。第一次下跌后，部分股票可望出现反弹。

20. 股票自高点回挫8%左右时，有时可以检查此一小波的涨升、顶点、拉回来判断行情是否已经结束，或者只是一个正常8%至12%的修正。如果有高点回挫超过12%或15%，你有时应该卖出股票。

21. 如果一档股票已经涨了一段，突破出现涨升以来最大的跌幅，可以考虑卖出，不过也要其他指标显现卖出信号后再予以佐证。

22. 当你看到高点附近出现大量卖出，下一次的回升若是量能萎缩、价涨势弱、或只持续几天，你应该在弱势反弹的第二三天卖掉持股。这是趋势线及支撑区在跌破以前最后一次卖出良机。

23. 如果周末股价以大成交了量收在主要趋势线以下，或者跌落在主要价格支撑区，卖掉持股会比较好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这些大机构就可能竞相大量抛售。这也是一些大量为机构投资者所拥有的股票往往表现较差的原因。当一家公司的经营情况明显良好，而几乎所有机构投资者都拥有该种股票时，大概已不宜买入了。

“M”指的是股市。当股市已有相当规模的涨跌运动时，四分之三的股票会显示同一方向。这也就是为何你须研究每日股票价格和成交量，股市是否有到顶的讯号。

一般也许只有2%的股票符合欧奈尔的CANSLIM模式。这一选股模式是经过慎重考虑，并严格挑选的，因为你要买的是最好的股票。不过欧奈尔先生提出这几个指标后，固然也设立了选取的标准，但他特别提醒投资人，能够严格符合所有原则的个股很稀有，所以读者在用各个标准来检验时，应灵活运用，不必墨守成规，以免挂一漏万。

这套选股法则最大的用处有二，首先是帮助投资人迅速地筛选初具成长迹象的个股。股票市场实在太过浩瀚，普通投资人以一人之力，很难立刻注意其中哪只个股已初露头角，此时就可利用CANSLIM指标迅速进行检验，选出表现突出的个股，缩小投资人必须注意的范围，投资人就可集中火力对这些潜力股进行深入了解，实地评估未来的投资效益和风险。换言之，用CANSLIM等量化指标找出可能的投资标的后，投资人不必操之过急，应再深入分析公司基本面。由于筛选后的个股不会太多，投资人不妨在研究透彻后再进行合适决策，不用担心延误最佳进入时机。

其次，等到购定投资标的后，投资人也不应从此置之不理，此时这些量化指标又可发挥另一个作用，就是帮投资人视察爱股的表现。若是价量表现或基本面出现疲态，就要重新审视，当初看中这家公司的利润是否还能继续保持。到底最近的不佳征兆是一时市场起伏，还是长期条件已发生深刻的变化。长期投资人必须心存最坏打算，万一仔细研究过后，认为爱股已优势尽失，就要考虑忍痛割爱。

读者要注意的是，欧奈尔先生的这一套方法，并不是绝对的买进或卖出讯号，读者应该把它们当做是股海中敏锐可靠的哨兵，可以随时提醒投资人值得注意的消息。至于真正的军情和对敌作战策略，还是要靠投资人自己冷静分析，谋定而后动。

---

24. 在股票开始跌势以后，价格上涨的日子会少于下跌的日子。
25. 静待大盘扭转点的第二次确认，不要因为股价变便宜了就急着买回。
26. 从上次错误的卖出经验中学习。将过去的买卖点绘在图上，做你自己的检讨分析。
27. 在股票明显卖出以前尽速出清。在跌破主要支撑价位以后才卖股票，是很差劲的做法。这时，停损卖压齐出，行情反而可能反弹起来让空头出手。
28. 在一些情况下，如果股价达股价轨道上限，应该卖出股票（轨道上下限各以连接股价最高及最低点而成）。股价冲过轨道上限通常适于卖股。
29. 当股票由底部三、四段涨升并整理再创新高以后，你应当卖掉持股。因股票市场里的第三次涨升，每个人都可以预见，行情恐怕也就很有限。
30. 从松散的形态中涨起来并不可靠，应在创新高时卖出股票。
31. 如果一档股票的形态很弱，多数的日股价是在形态下半部，而且是在200天移动平均线以下，则应该在创新高时卖出股票。
32. 在某些情况下，股票是以过去5年来的最大周量向下收低，应当卖出股票。
33. 有些股票可在200天移动平均线上70%至100%时卖出。
34. 经过长期涨升以后，若是200天移动平均线开始向下转折，应考虑卖股。
35. 当一档股票在刻度1至99的相对价格强度降至70以下时卖清持股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

别跟自己的钱过不去



随着利率一降再降，手头有些闲钱的人就开始陆陆续续地涉足股市了。谁买股票都想赚点钱，但很多投身股市的人不仅没有赚到钱，反而赔了不少，有的甚至血本无归。怎样才能从股市里赚到钱呢？

时下关于如何从股市里赚钱的书籍多如牛毛，介绍的主要是彼得·林奇和沃伦·巴菲特等人的生财方略，以及炒股的K线图理论、波浪理论等。身为华尔街顶尖投资人之一的威廉·欧奈尔创立的CANSLIM方法却并没有在我国得到大规模的推广。

2002年，威廉·欧奈尔在自己的著作《笑傲股市》中，对自己创立的CANSLIM方法进行了详细的介绍。CANSLIM方法是通过对上半个世纪以来每一年最赚钱股票的深入分析总结出来的。该方法包括买入和卖出规则，简易可行，适合普通投资者掌握和运用。威廉·欧奈尔自己运用CANSLIM方法，使自己投资的股票在1998年和1999年分别取得了股价上涨401%和322%的业绩。美国个人投资者协会把CANSLIM方法与其他众所周知的选股方法进行了比较，并在2001年发表了一份独立研究报告。该报告表明：运用CANSLIM方法的个人投资者，每年都取得了持续稳定的业绩：1998年，利润率为28.2%；1999年，利润率为36.6%；2000年，利润率为30.2%。

我有着十多年的股票投资生涯，总是在赚钱与赔钱之间来来回回。身边那些炒股的朋友，有的从几万元起家，做到了千万身价；有的千万家产，亏得一文不名。探究其赚钱与赔钱的原因，最主要的在于买进卖出的方法和心态。

许多人之所以在股市上损失惨重，最主要的是没有采用经过时间检验的正确的买进卖出方法。从股市赚钱，有碰运气的时候，但好运气的概率跟瞎猫撞上死耗子差不多。大多数时候都不是靠运气，而是靠水平。而水平的高低，主要是依赖于个人运用的方法。要掌握正确的方法，必须认真地学习，真正地融会贯通。任何一位投资者如果愿意花时间阅读、仔细研究和理解《笑傲股市》的话，都能够掌握CANSLIM这种比较简便实用的方法，这样就会在股票投资上越来越出色。

在掌握了正确的买进卖出方法后，心态也很关键。许多投资者在买进的环节上表现还不错，买进的点位都很好，但最后却赚不到钱，主要是由于在卖出环节上把握不好，过于贪心而丧失了赚钱的机会。大部分投资者不会止损，股票越跌，越舍不得卖，生怕一卖就涨回来。有的投资者甚至在股票一路走低的时候，还一个劲地追加资金买同一只股票，期望以此摊平每股的买入成本，越跌越买，结果是越买越跌，最终损失惨重。对许多初涉股市的人来说，一定要有自己的止损原则，要事先确定，赚多少就一定离场，赔多少肯定撤退。连瞄准也没有学会的人是上不了战场杀敌的，除非他跟自己过不去。在自己还没有掌握正确的买卖方法，没有做好最多可以亏多少的心理准备，没有足够的时间和精力来专心炒股票的时候，还是不要轻易涉足股市。别忘了，买股票是为了赚钱，不是为了跟自己的钱过不去。（杨卫红）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

华尔街最顶尖的投资人



威廉·欧奈尔既是获得巨大利润的投资家，又是极为成功的企业家。作为一位美国式经济制度热诚的追随者和支持者。他认为："在美国每年都有好机会。你要随时做好准备，抓住时机。你会欣喜地发现一粒小小的橡实会长成巨大的橡树林。只要勤奋和持之以恒，凡事都可达成。你本人希望成功的决心才是最重要的因素。"欧奈尔本身的经历是他言辞的生动例证。他的成长历程是一个典型的美国式的成功者故事。

欧奈尔于 1958 年在海顿一家股票经纪公司任股票经纪人，开始他的金融事业生涯。也就是在该地他开始了他的研究工作，形成了他日后的投资策略各要素。欧奈尔的投资理念一开头就收效显著。1962 年至 1963 年他通过卖出考凡脱公司股票，买入克莱斯勒公司的股票及买入辛德克思公司股票的组合，把投入的原始本金 5000 美元投资增值到 20 万美元。

在 1964 年，欧奈尔用他所赢的钱在纽约证券交易所买了一个交易席位，组成欧奈尔公司——一个从事研究机构投资的股票经纪公司。他的公司在提供综合性计算机处理的股市信息方面是个先导者，如今已成为全美国最受敬重的证券研究机构之一。该公司不仅为超过 500 家大的机构投资者服务，而且向 28000 位个人用户供应每日股市分析图表。公司的数据库存储了 7500 种股票的信息，每一种都有多达 120 种不同用途的统计分析。

1983 年，欧奈尔向权威的《华尔街日报》挑战，创立了《每日投资报》。他从自己的基金中拨款支持这份报纸，虽然知道要经过许多年才能使报纸收支平衡，但是他一直坚持着没有放弃。

在 1984 年，报纸刚出版时，销售只有不到 3 万份，而与之相比，《华尔街日报》已经超过 200 万份，对此前景大家疑虑重重。至 1988 年中期，《每日投资报》订户达到 20 万，在欧奈尔的努力下，报纸收支预算可达平衡的目标已不远了。欧奈尔相信，《每日投资报》的读者最终能增至 80 万。他毫不动摇的信心来源于《每日投资报》所提供的金融统计数据是独此一家，如有关每种股票市盈率（EPS）、相对强度指标（RSI）、成交量变化百分比等。

尽管欧奈尔拥有多种事业，但并不影响他作为一个股票鉴赏大师在投资上的出色表现。他的投资每年平均收益超过 40%，他在 1970 年的加拿大石油股票上，20 世纪 70 年代末至 80 年代初在节俭连锁百货公司股票及价格公司股票上都大赚了一笔。他最出名的两次预告是他在《华尔街日报》上用两页广告篇幅预告大家：大的牛市即将来临。这两次广告预告的时间非常正确：一次是 1973 年 3 月，另一次是 1982 年 2 月。

欧奈尔非常平易近人，自己从不享有特权，他和其他两个职员合用办公室。这在执行董事总经理中是很少见的。欧奈尔给人的印象是一个说话谨慎、自信、固执己见又对美国经济前景极为乐观的人，这位杰出的投资者至今仍然在投资领域占有举足轻重的地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第1章 C=当季每股收益：对于一只股票来说，C值越高越好



在每天交易的成千上万只股票当中，为什么仅有戴尔电脑公司、美国在线、思科系统公司这三家公司的股票在整个90年代一直表现很好呢？另外，在诸多引起股价变动的因素当中，这三只股票是否具有某些相同点呢？

上面所提到的并不是无聊的问题。这一问题的答案揭示了在股票市场获得真正成功的秘诀。

通过对过去半个世纪股市中的飙股的研究，我们发现，它们的确具有很多相同的特征。然而，在股票最近的一两个季度收益公布之前，没有任何一只飙股的价格发生特别明显的上涨。也就是说，只有股票最近的当季每股收益有较大的增长，才会引起股价的大幅度上扬。

例如：

·思科系统公司在1990年10月公布了最近两个季度的每股收益为150%和155%，此举直接导致3年后该公司股价上涨了超过1467%。

·美国在线在1998年9月公布了最近两个季度的每股收益为900%和283%，6个月之后，其公司股价就上涨了557%。

·戴尔电脑公司1996年11月公布了最近两个季度的每股收益为74%和108%，27个月之后，公司股价上涨了1780%。

·恒升通信公司1994年8月公布了季度的每股收益为1500%，15个月之后，公司股价上涨1380%。

·阿克斯达夫公司1995年1月公布了每股季度收益增长300%，结果16个月之后，其股票价格就上涨了1486%。

实际上如果你看一下股市上最大赢家的名单，你将发现股价猛涨和季度收益大幅上升之间的关系。而且你将发现为什么我们的研究会得出这样的结论：

你所选择的股票应具有这样的特征：最近一季的当季每股收益与去年同季相比有较高百分比的增长。

在我们的模型中，我们选取了1952~2001年间的600只大飙股，其中约有75%的股票在股价大幅上扬之前，其最新公布的平均每股收益增长率均在70%以上。另外25%的股票，虽然未见当季每股收益有很高增长，但是在之后一季就出现高收益增长率，并且一鸣惊人，收益增长幅度平均高达90%!

既然最佳的股票在大举涨升之前，都会出现巨幅收益增长，那么，你为什么要买那些获利能力平平的烂股呢？你可能会发现，在纳斯达克或者纽约证券交易所上市的股票中，只有2%的当季收益增长情况可以达到明星股的标准。但是，请记住：你要挑选的是一些真正有潜力的股票，而不是表现平庸的杂股。不必担心，它们很容易就能找到。但是，在你开始追寻明日的超级领导股的道路上，可能会遇到一些陷阱和挫折，所以，你必须学会如何去避免和克服它们。

公司的税后总利润除以公司公开发行的普通股数量，就得到了你所关注的EPS（每股收益），在今天诡谲多变的股市中，EPS的变动比例是进行股票选择时应参考的唯一重要的因素。EPS增长的比例越高，股票就越有投资价值。

然而在20世纪90年代末网络概念股流行的时候，一些投资者听信网络公司自己编造的美丽神话，轻信这类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司在未来将获得巨大的收益和财富，因此就大肆购买网络概念股票，然而到目前为止，大多数的互联网公司和网络公司仍然亏损得非常厉害。既然有像美国在线和雅虎这样能真正显示出很大获益能力的公司，购买这些股票进行风险投资是完全正确的，那就没有必要把自己辛辛苦苦挣来的钱投资于其他没有投资价值的股票。那个时候的美国在线和雅虎是股市上真正的领导者。当不可避免的市场崩溃发生之时，很多并没有真实收益的公司（投机性更强，信用级别更低）遭受了毁灭性的打击。记住：你不需要投资那些风险很大的公司的股票。

我一直不明白，为什么许多投资者，甚至包括专业基金经理人，会去购买那些当季每股纯收益没有任何增长（甚至有所衰退）的公司的股票。在我看来，如果当季收益表现不佳，那么，这个公司的股价绝对没有任何上涨的理由。

当季每股收益相比去年同期增长 5%~10%的幅度不足以推动股价的显著上扬。对于一个当季每股收益上涨 8%或 10%的公司，情况也是差不多的，而且很有可能在接下来的季度里，公司会突然宣布每股收益下跌。

不同于那些受制于资金规模的机构投资者，个人投资者可以在股票市场出现大牛市时，去自由选择购买那些收益状况最好的股票。在 1998~1999 年，当那些没有真实收益的公司（例如亚马逊书店和价格线网站）发生大规模股价变动时，那些选择购买具有很强收益能力股票的投资者，如美国在线和嘉信理财，他们中多数人的处境要好很多。只要采取“CANSLIM”的策略，紧盯股票当季收益状况，个人投资者就能够确保在任何的股市周期中，都能够顺利找到大牛股，而不必去理会任何暂时出现的具有很高投机性的“泡沫”现象。但是记住：千万不要仅仅依据当季收益的增长情况，就决定购买何种股票。我们将在接下来的章节中告诉大家另外一些关键因素。

别被收益报表误导

你可曾看过这种上市公司的季度报告：

“前 3 个月公司的情况实在不太好。由于总公司缺乏效率，直接导致公司的前景很不乐观。我们的竞争对手不久前推出了一种更好的产品，这对本公司的销售额非常不利。更糟的是，我们在中西部的优势也渐渐不保，这是公司管理部门的严重失误。”

当然不会！你所能够看到的季度报表应该是这样的：

“葛雷谢客公司宣布首季度营业销售额又创新高，达到 720 万美元。较去年同期的 600 万美元增长了 20%。”

如果你持有这家公司的股票，这应该算是个很好的消息。你肯定不会因此失望。毕竟，这是一家很好的公司（否则你也不会持有它的股票），而且这份报表更加坚定了你的想法。

但是，营业收入创造新的纪录真的就能表明这是一份很好的报表吗？如果这家公司的季度报表上同时列出当季每股收益仅为 2.1 美元，与去年同期 2 美元的每股收益相比，当季每股收益增长率只有 5%！那么你还会继续认为该公司的业绩有很大提升吗？你应该搞清楚为何在销售额增长 20%的同时收益只增长 5%？这是否说明了该公司的利润率出现了问题？

投资者大都很容易被报告中所描述的情形所“感动”，而且公司通常也喜欢把好的一面通过传媒或电视展示出来。因此，即便这家公司宣布营业额创纪录地增长 20%，也并不能代表利润也同样乐观。取得成功的投资者通常都会问这样一个关键性问题：与去年同期相比，当季每股收益的增长幅度（百分比）有多大？

假定你投资的公司宣布营业额增长达 10%，净收益提高 12%，这听起来很不错，是不是？不一定。你不应该将关注点放在公司的净收益上。你不是整家公司的拥有者，而仅仅是该公司股票的持有者。该公司可能通过发行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

新股或其他方式“稀释”普通股。所以作为投资者，在公司净收益可能增长12%的同时，你的关注点主要还是应该集中在每股收益上——有可能它只上涨了5%或6%。

你必须有能力看穿报告中歪曲的陈述。不要被报表中所使用的“销售额”、“净收入”等字眼所迷惑，不要因此将注意力从真正关键的因素，如当季每股收益上转移开来。我们可以进一步阐述这个观点：

你应该经常把公司的当季每股收益跟去年同期进行比较。为防止季节性的扭曲，因此不应该跟前一个季度进行比较。换句话说，你不能把第四季度的每股收益跟第三季度的每股收益进行比较，为了进行更好的估价，应该把今年第四季度的每股收益跟去年第四季度的每股收益进行比较。

不要理会一次性“非经常”利得

聪明的投资者应该学会避免被偶尔的非经常性收益所左右。

例如，一家电脑制造公司上一季度公告中所公布的收益包括出售不动产或厂房等非经常性收人，对于投资者来说，在选择投资股票的时候，应该把这部分收入从收益数字中去掉。因为这些收入代表的是一次性的、非经常的经营事件，而不是真实的、持续的收益性公司运营行为。因此，凡是这类事件产生的非经常性收益都应当忽略不计。

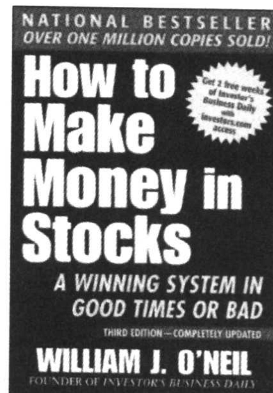
设定当季每股收益的最低增长标准

我建议无论是股市新手还是老手，都不要投资最近一季每股收益较去年同期增长率未达到18%或20%的股票。通过对股票市场最成功的公司的研究，我们发现，这些公司在股价大幅度上涨之前，当季每股收益都有大幅度的增长。许多成功的投资人都将当季每股收益增长率达到25%或30%作为选择股票的最低标准。如果近几个季度的每股收益较去年同期都有明显增长，那么更有可能确保投资的成功率。

在牛市行情里，我喜欢大量买进每股收益增长率为40%到50%甚至以上的黑马股。既然你有成千上万的股票可以选择，为什么不选择投资那些最好的股票呢？

如果要进一步细化你的选股程序，建议你在购买股票前尝试推算接下来的一两个季度的获利水准，并与去年的水平相比较。看看该公司会不会获得与一年前不同寻常的大额或小额收益。与去年同期相比，如果本期收益的大幅增长不是来自于季节性因素，那么这一步骤还可以帮助你提前好几个月预测到收益水平的提升或衰退。另外，投资者一定要注意观察大多数人对股票在未来几个月甚至未来几年内获利水平的预测（多看一些股票分析师关于股票未来走向的预测报告），以便确信一个公司保持着较好的获利能力。而且一些股票分析机构甚至能够对很多公司在未来5年内的收益增长率进行预测。

许多个人投资者甚至一些机构投资者（共同基金、银行和保险公司）喜欢在当季每股收益降低的时候买入股票，因为他们喜欢这些公司，而且认为股价很便宜。通常他们都满心期盼不用多久这些公司的收益水平就能重新回升。这些期盼有时候能够如愿以偿，但是更多的情况却并非如此。我要提醒你的是：股市中可供选择的股票有上千只，其中很多股票正真实表现出强劲的投资业绩。你不需要去接受一个有可能无法兑现的收益承诺。



《笑傲股市》
英文版封面

关于“过分注重当季收益”的争论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过去几年通常认为，日本企业更加重视公司的长期获利能力，而不是在短期每股收益上斤斤计较。它们通常把资金投资于那些能增强公司长远实力的项目，例如研究和开发。

这种经营理念非常不错，而且少数几家管理效益良好的美国企业也都遵循这种理念。他们在研发上投入了数年的心血，不断地推出新产品，这就是顶级公司实现收益大幅增长的根本原因。

即便如此，也不要因此弄乱了自己的思路。作为个人投资者，你应该等到一家公司成功表现出真实收益增长时再投资。聪明的投资者会挑选一些当季收益大幅度增长的公司作为投资对象，这种方法可以非常有效地规避在选股时可能遭遇的高风险。

美国许多老牌公司管理能力都平平，但是它们总能够维持二流的获利水准，我称这些公司为“吃老本公司”。在进行股票投资的时候，你一定要尽量避开这些公司，除非董事会决定撤换以前的经营管理层。具有讽刺意味的是：这些公司的当季收益往往维持在 8%或 10%。而那些不断推出新产品或改善管理的增长型公司反而不需要在会计报表上灌水。

寻找季每股收益快速增长的明星股

根据我们对上千种美国股票所作的研究显示：几乎每一只大幅度飘升的明星股，在价格大规模上涨前大约 10 个季度内的某一时刻，都曾经出现过每股收益快速增长的迹象。

换句话说，股票价格大幅度飙升不仅仅取决于收益增长，还取决于该公司收益增长的规模以及每股收益增长率的提高。华尔街现在通常称这两者为令人惊奇的收益。如果一家公司某年每股收益增长达到 15%，并且突然飙升 40%~50%甚至更多，通常预示着股价将要大幅度上升。

寻找销售收入快速增长的明星股

快速、显著的季每股收益增长，通常是由最近季度销售收入 25%以上的增长，或者至少在过去 3 个季度内销售份额增长率有显著上升来支撑的。多数公司进行新股发行的时候（IPO，首次公开发行），都显示了过去 8、10 或者 12 个季度的巨额销售增长率，在很多情况下，平均增长率会达到 100%或者更大。

1998 年初，许多专业投资者在 50 美元的价位上购买了维斯特管理咨询公司的股票。因为这个公司的季度每股收益在过去 3 个季度中发生了跳跃式的增长，增长比率从 24%到 75%，直到 268%。但是，这个公司的销售收入增长率仅有 5%。几个月后，这只股票暴跌至每股 15 美元。

这个例子说明，由于降低成本、减少研发费用、提取折旧、降低存货量、削减广告费用或者其他的原因，公司的收益可能在几个季度里产生“膨胀”现象。但是，真正的每股收益增长，必须依赖销售收入的增长。而维斯特管理咨询公司的情况显然并非如此。如果你所选择股票的税后利润增长率在最近的几个季度里创造新高，那么这将提高你投资股票的平均成功率。

当心每股收益增长率连续两个季度明显减速

同理，如果每股收益增长率开始趋缓，甚至出现大规模的减速（譬如一只股票季每股收益增长率由 50%突然下降至 15%），那么股价很可能将出现空头行情。如何避免这种情况造成的损失就成为当务之急。

出现这种情况，一般意味着：这只股票要么已经永久性地从股价高峰跌落——不要理会华尔街的股票分析家是怎样说的——要么就是该股股价增长趋势即将变缓，进而陷入一个冗长的、回报率很低的胶着时期。

我通常会先确认某公司每股收益增长率连续两个季度都有实质性的下降（增长率比前几季度下降 2/3），再做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



出该公司股票已无投资潜力的结论。因为，即使最好的公司也难免会偶尔出现某个季度收益增长减缓的情况。

观察同类股票

为保险起见，最好一并观察与你所持有股票处在同行业的同类其他个股。倘若你无法在同类股票中发现一两只表现出强势收益的股票，那么，你很可能已经做出了错误的投资决策。



第8章　投资人常犯的19种错误

美国圣母大学著名橄榄球教练纽特·罗克尼常说：“成功的方法在于发现和改正自己的问题，把自己的弱点变成长处。”而投资人在股市上亏损或业绩不佳的主要原因在于，他们犯了太多的错误。这与大家在生意、人生或职业生涯中受挫是一个道理。受到不利因素的阻碍，问题不在于你没有发挥出优势，而在于你还没有认识到并改正过来的错误或弱点。大多数人都是怨天尤人。毕竟，找借口要比现实地进行自我反省容易得多。

在60年代初期，我认识了无数位个人风险承担者，有的是股市新手，有的则是非常资深的专业投资人士。从他们身上，我发现，投资人是位新手还是位拥有在股市上摸爬滚打多年甚至是几十年的人，并不重要。实际上，如果经验持续使你养成坏习惯的话，它反而变得有害。要想在股市上获得成功，必须避免那些通常是由业绩很差的投资者犯下的典型错误。以下列举的就是需要避免的错误：

1. 在亏损较小和处于合理范围内的时候，仍固执地持有股票。他们原本可以小赔出场，但却因为是人类而夹杂了太多的情感。他们不愿意受损，所以就一直等待、期盼，直到损失扩大到难以收拾时才认赔。到目前为止，这是投资者犯得最多的错误；他们并不了解所有的股票都极具投机性，会有很大的风险。无例外，投资者必须尽量减少每一股的损失。我的原则是，一旦某只股票从购买价格下跌了7%或8%时，就迅速止损。遵照这一原则，你终会在某一天通过投资未来的机会而东山再起。

2. 买处于跌势的股票，更有可能后果惨痛。买处于跌势的股票，看起来好像是笔合算的交易，因为其价格要比数月前便宜很多。1981年3月，由于国际收割机公司的股票下跌得很厉害，我的一个熟人在当月购买了该股票。这是他第一次投资，犯了初入者易犯的典型错误。其购买价是该年度的最低价。但结果是，该公司陷入严重的困境，差点破产。1999年末，我认识的一位年轻女士购买了施乐公司的股票，因为它的价格降到34美元的最低点，看起来真的是非常便宜。一年之后，该股票的价格下跌到6美元。所以说，为何要去抓一把势如破竹的匕首呢？

3. 买入时向下摊平而不向上摊平。如果你以40美元的价格买入某只股票，之后又以30美元的价格加码进股，则此时平均持股成本降至35美元。但这会加重错误投资的程度，平白将资金押在原已错误的投资决定上。这种业余水准的策略会让你严重亏损，多玩几个会让整个投资组合策略破产。

4. 总是买很多那些每股单价极低的股票，而不是少量的每股单价较高的股票。很多人认为以100股或1000股的整手数买入较多的股票是更为聪明的作法。因为他们觉得会因此赚更多的钱。实际上，投资30或50股股价高一些但业绩较好的公司，成果会更令人满意。你要考虑的不是买了多少股，而是投进了多少钱。股票要买就买最好的，而不是最便宜的。对于每股2.5美元或10美元的股票，很多投资者都无法抗拒，但是要知道，之所以如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此贱价总是有其原因的：这些公司要不是过去一直表现不佳，就是现在遇到了什么问题。股票和其他商品一样：没有千金，买不到千里马。

还不止这些。低价股票的手续费和买卖盘差价通常较大。与大多数高价股票相比，低价股票的下跌幅度通常要高出 15%到 20%，所以低价股票的风险会更大。专业人士、投资机构大都不会投资于 5 美元或 10 美元的股票，所以这些股票的跟进及支撑买盘素质较差。便士级单价的股票则更是如此。如前所述，专业投资机构的认同是促使股价上涨的因素之一。低价股票的买入卖出价之间的差价幅度也要大一些。比较一只买入价为 5 美元，卖出价为 5.25 美元的 5 美元单价股票和一只买入价为 50 美元，卖出价为 50.25 元的 50 美元单价股票。对于 5 美元单价股票来说，0.25 美元的差价接近买入价的 5%，而对于 50 美元单价的股票来说，差价幅度为是 5 美元单价股票差价幅度的十分之一。结果是，买了低价股票的话，要达到盈亏相抵和弥补损失，股价必须要从初始买入点上涨出更大的幅度。

5. 总想在短时间内不费力气就赚到钱。太贪心、太急功近利，却未做好充分准备，没有学会合理的投资方式，没有掌握应有的技能和应遵循的原则，结果只能是失败。太急功近利，或是在做出错误投资决定之后，却又过于犹豫不决进行止损，都是无法把握住机会的。

6. 依据小道消息、传言、情报及其他信息渠道、顾问公司的建议或者是从电视节目上看见的所谓市场专家的意见来做投资选择。换句话说，很多人宁可听信别人的话去拿自己辛辛苦苦挣来的钱去冒险，也不愿花时间学习、研究和确实地清楚自己正在做什么。结果是，他们很有可能亏损一大笔钱。传言和小道消息大都是错误的。有时很讽刺地，即使情报正确，其相关股价却下跌而非上扬。

7. 考虑到股息或低市盈率因素而选择二流股票。股息和市盈率的重要性比不上每股盈余的增长。情况大多是，一家公司股息发放得越多，其状况可能越差。由于股息是以现金形式发放的，为补充因此造成的资金缺口，公司可能要承担高额的利率。业绩较好的公司一般都不发放股息，而是将资本再投资于研究与开发（R&D）或其他促进公司发展的项目中。另外，要记住股价震荡个一两天，投资人领到的现金股息就会化为乌有。而对市盈率来说，其低的原因可能是公司过去的表现不好。大多数股票的价格和它们当时真正的价值是一致的。

8. 由于误用不正确的选股标准，总是入不了门，也不知如何去寻找一只成功的股票。很多人买一些下等的、不值一提的股票，这些公司表现不佳，在盈利、营业额增长和股东权益报酬率等方面都存在问题，在市场上不是真正的领导者。还有些人过分看重那些投机性很强或质量较差，风险又较高的科技股。

9. 买自己熟悉的老公司的股票。不要仅仅因为你曾在通用汽车公司工作过，就认为它的股票是好股票，值得投资。很多极具投资价值的目标是你所不知晓的公司，但只要稍微研究一下就可以发现它们，并在它们变得家喻户晓之前从中获利。

10. 不会识别利用有用的信息和建议。朋友、亲戚、某些股票经纪人以及顾问公司都有可能提供错误的建议。他们之中只有很小一部分人才在自己赚钱之余，还帮助其他人一起发财。优秀的股票经纪人或咨询机构要比好医生、律师或球员更难找。签约职业棒球运动员中只有 1/9 才可以最后挤入大联盟。大多数大学毕业棒球校队都不具专业水准。

11. 不使用图表进行分析，也不敢买正创高价的股票。超过 98%的投资大众都认为正创高价的股票太贵了，但实际上，这样的私人感情和想法与市场的真实情况差之千里。牛市中买入股票的最佳时机是股票刚从价格坚挺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

或看起来至少维持7至8周的一个基线处刚开始上扬的时候。

12. 一有小赚就获利退场，却紧守住赔钱的股票。换句话说，正确的投资方式和这种做法刚好相反：对于赔钱的股票要快速止损，对于赚钱的股票则要稍微耐心一些。

13. 过多地考虑税负和手续费问题。炒股的首要目标是获利。过分考虑税负问题，会很容易因为老是想到要节税而无法做出明智的投资抉择。为获取长期资本利得，在该卖时忍住不卖，会损失掉原本可以赚到的丰厚利润。一些投资者甚至认为股票一卖就要课税，于是忍住不卖，自以为是，却判断错误。

同做出正确投资决策并适时采取行动赚到的钱相比，买卖股票所花的手续费实在是微不足道，尤其是在接受网络券商服务时。投资股票与投资房地产相比，有两大优势：手续费低廉以及可以立即变现的高度流动性。通过高度流动性，你只要用较低的费用，就可以快速退场以自我保护，并利用好仍不断发展的可获利的市场行情。

14. 把时间都花在决定买哪些股票上面，而一旦做出投资决策后，却又不知道该在何时、何种情况下卖出这些股票。大多数投资者对于卖出股票没有任何原则或计划，为确保投资成功而应该做的事情，他们只做了一半。

15. 没有认识到，购买那些得到专业投资机构认可的质量较好的公司股票非常重要，以及运用图表分析去证实所选股票和投资时机的正确性也是非常重要的。

16. 由于寄希望于通过某种途径一夜致富，而过于依赖期权和期货进行投机。一些投资人还将其投资重点放在短期、低价但却具有较大不稳定性和风险的期权上面。对期权持有者来说，期限短是不利的。一些投资者还作"无抵押期权"交易（根据某标的证券卖出期权时，卖方并未拥有该标的证券），风险极大，可获利益却极少。

17. 在做出购买和卖出指令时，极少按照现行价格交易，总喜欢进行限价。这样的投资人宁肯在1/8还是1/4（或小数点后的数字）上斤斤计较，却不去注意更大且更重要的股市行情变化。使用限价单的话，会有可能因此错过市场行情，不能及时卖出该了结的股票以避免受损更多。

18. 在应做出决策时犹豫不决。很多人不知道他们是否应该买入或卖出，这样的不确定性表现出他们没有方针原则。大多数投资人都不去遵循那些可以给他们提供正确指导的，已被证实可靠的策略、一套严格的原则或买入卖出准则。

19. 不能客观地看待股票。很多人都按照自己的偏好和某种笃定来看股票。要做成功的投资者，正确作法是注意市场行情的变化，而非只知道满心期盼和过于依赖个人意见。

在上述应避免的错误中，哪些印证了你过去的投资理念和投资行为呢？不当投资准则和方法只能是收效甚微；而合理的准则和方法总会为你赢得财富。

总之，不要气馁。记住罗克尼所说的："成功的方法在于发现和改正自己的问题，把自己的弱点变成长处。"改正需要时间和汗水，但最终你所花的每一分每一秒都是值得的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《金融市场技术分析》

【美国】约翰·墨菲（1934～　）

“市场行为包含一切信息”这句话形成了技术分析的基石。除非完全理解和接受这个第一前提的重要性，否则其他前提的意义不大。技术分析人士相信，能够影响价格的任何因素——基本的、政治的、心理的或任何其他方面的——实际上都已反映在了市场的价格中。所以，由此推论，对价格行为的研究就是要做到全部。虽然这个断言可能显得专横，但是如果一个人花时间推敲其真正含义，就难以反对了。

所有技术分析人士真正主张的是，价格行为应当反映供求关系的变化。如果需求大于供给，价格应上涨。如果供给大于需求，价格应下跌。这种行为是所有经济预测和基本预测的基础。所以，技术分析人士把这句话倒过来得出结论，如果价格上涨，那么无论出于什么具体原因，需求必定超过了供给，而且基本面必定看涨。如果价格看跌，那么基本面必定走熊。在讨论技术分析的上下文中出现这句关于基本面的解释似乎很奇怪，但其实不然。毕竟，技术分析人士是在间接地研究基本面。大多数技术分析人士很可能会赞同，正是供求关系的内在力量——一个市场的经济基本面，导致了牛市和熊市。走势图本身不能导致市场的向上或向下运动。它们只是反映了市场中的看涨心态或看跌心态。通常，走势图分析人士并不关心价格为什么涨跌的原因。更常见的是，在价格趋势的初期或在关键的转折点，似乎没有人确切知道为什么市场正以某种方式表现。虽然技术分析有时好像过于简单，但是在这个第一前提背后的逻辑——市场行为包含一切信息——越是引人注目，你获得的市场经验就越多。由此可得出结论，如果影响市场价格的所有因素最终反映在了市场价格之中，那么研究市场价格就足够了。通过研究价格走势图及大量辅助的技术指标，走势图分析人士实际上就是让市场告诉他或她市场最可能往何处走。走势图分析人士没有必要设法以机智取胜市场。今后讨论的所有技术分析工具只不过是用来辅助走势图分析人士研究市场的行为。走势图分析人士知道市场涨跌有因。他或她只是不相信，了解这些原因是预测过程所必需的。

——引自《金融市场技术分析》



约翰·墨菲作为技术分析界的大师级人物，对于技术分析的境界有独特的看法，他认为技术分析的内涵远比用心拼凑的一组专业资料丰富，因为正是不同的研究途径和专业领域的美妙结合才造就了技术分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1981 年，纽约金融学院邀请约翰·墨菲讲授“商品期货技术分析”这门课程，当时他已经担任期货市场分析师 10 多年了，也曾经主持过几次类似内容的讲座，可是要主持一个 15 星期时间的课程，却是第一次。起初，约翰·墨菲担心题材不够，充实不了这么多课时。但随着对课程构思的深入，约翰·墨菲逐渐意识到，要说清楚这样复杂的东西，15 个星期的时间其实根本不够。很快，约翰·墨菲就确定了课程的主要内容，接着就要找一本合适的教材，但在浏览了已出版的所有相关书籍后，约翰·墨菲非常失望，因为介绍技术分析的书虽然不少，但大部分都是以股市分析作为前提的，还没有一本是现成的讲“商品期货技术分析”课程的书籍。约翰·墨菲在仔细考虑过后，决定不用股市的相关案例做商品期货的教材，而用商品期货市场自身的内容，于是他开始着手自己编写一本以商品期货为案例的技术分析书籍。一本伟大的书——《期货市场技术分析》就这样诞生了，该书在 1986 年正式出版。

《期货市场技术分析》一书最初不过是被约翰·墨菲当做讲课用的教材，而其面市后却被许多投资者看作是技术分析的“圣经”。该书曾被翻译成六种语言，即中文、德文、意大利文、日文、波兰文及西班牙文。1990 年，约翰·墨菲将《期货市场技术分析》重新修订，并改名为《金融市场技术分析》。这本书将许多读者引入到市场分析这个奇妙的世界中，同时，它还向投资群体介绍了许多实用的计算机指标，这些指标此后被普遍运用在投资市场技术分析中。





《期货市场技术分析》是约翰·墨菲的技术分析名著。该书自 1986 年问世以来，在美国和西方各个主要国家和地区，备受期、现货（能源、农林牧产品、金属、贵金属等各大类）、股票、外汇、利率（债券）等行业的管理人员、操作人员和研究人员的青睐，被誉为“当代市场技术分析的圣经”。

本书是美国纽约金融学院讲授商品期货技术分析课程的教材，主要内容有技术分析的理论基础、道氏理论、图表简介、趋势的基本概念、主要反转形态、持续形态、交易量和持仓兴趣、长期图表和商品指数、移动平均线、摆动指数和相反意见、日内点数图、三点转向和优化点数图、艾略特波浪理论、时间周期等，可谓集各种市场技术分析理论和方法之大成。作者约翰·墨菲自始至终从实际操作出发，很少繁复的理论，总是一针见血地指出各种方法在实际应用中的长处、短处，以及在各种环境条件下把它们取长补短地配合使用的具体做法。本书图文并茂，其中的图例典型、生动，覆盖了金融、股票、能源等各个领域，从而大大便于读者学习和体会，该书兼有优秀教材、权威工具书、实用操作指南三大特色。

《期货市场技术分析》这本书并不是要对技术分析作无所不包的最后说明。由于技术分析的学问实在太博大精深、微妙绝伦，要想写一本最权威的大全很难成功。而在本书中约翰·墨菲竭尽所学，涉猎了该课题的每个方面。

在《期货市场技术分析》这本书的前面部分，约翰·墨菲从头谈起，花了相当的篇幅讲述图表理论的基本知识。因为一方面约翰·墨菲强烈地感觉到，绝大多数成功的技术分析归根结底是因为基础知识应用得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

法；另一方面，目前大部分复杂的信号系统只是这些基本概念的升华。接下来，本书便进入到更高级的领域。如此安排无非是想让不太熟悉有关内容的朋友也跟得上趟儿。同时约翰·墨菲也认为书中许多东西对有几年经验的中等分析人员大有裨益，高级分析师也不妨使用本书做一个很好的全面回顾。

《期货市场技术分析》一书介绍了技术分析的理论出发点，给出了其定义和前提。约翰·墨菲始终觉得大部分围绕技术分析的争论，原因在于不理解究竟什么是技术分析以及什么是它赖以成立的基本原理或哲学基础。本书也介绍了技术分析与基础分析孰优孰劣的比较，谈了谈图表分析的几个长处。时常听到有人争辩技术分析在股市与在期货市场应用的种种异同，约翰·墨菲也讲了讲自己的看法，还简要介绍了反对技术分析的主要的两大观点：随机行走理论和预言自己应验理论。

《期货市场技术分析》一书还讲述了经典的道氏理论。这是绝大部分图表分析理论的源头。不少期货分析者看起来并不清楚他们的吃饭本钱在多大程度上可以追溯到 20 世纪初查理斯·道的文章里；解释了最常见的日线图的画法，以及交易量和持仓兴趣两个概念。也提到了周线图和月线图，作为对日线图的补充；讲解基本概念——趋势，这是图表分析的基石。然后是诸如趋势、支撑和阻挡、趋势线和管道线、回撤百分比、价格跳空和关键反转日等概念；深入地探讨交易量和持仓兴趣，说明如何用它们证实价格变化或者发现流行趋势将要转折的警讯。也没忽略其他采用交易量作信号的方法，比如 OBV 法。

《期货市场技术分析》一书还讲解摆动指数以及怎样用它辨认市场超买或超卖的状态。比较不同类型的摆动指数、怎样发现相互背离现象也是约翰·墨菲的重要课题之一。本书还涉及了什么是资金管理，以及为什么要想在期货市场中做到“苦海余生”，资金管理就非常重要。许多交易商都认为，这方面是期货交易最重要的一环。交易的三个步骤——预测、选择出入市时机以及资金管理——应协调进行。预测，帮助交易者决定入市时站在哪一边，买还是卖。出、入市时机的选择，确定具体的出入市点——何时行动、怎样行动。资金管理，决定买入或卖出的金额。该书接下来介绍了各种交易指令，也就是否应在交易策略中采纳保护性止损措施谈了约翰·墨菲的看法。

约翰·墨菲的资金管理要领和交易策略举要

1. 顺应中等趋势的方向交易。
2. 在上升趋势中乘跌买入，在下降趋势中逢涨卖出。
3. 让利润充分增长，把亏损限于小额。
4. 始终为头寸设置保护性止损指令，以限制亏损。
5. 不要心血来潮地做交易，打有计划之战。
6. 先制定好计划然后贯彻到底。
7. 奉行资金管理的各项要领。
8. 分散投资但须注意“过犹不及”。
9. 报偿——风险比至少要达到 3 比 1 方可动作。
10. 当采取金字塔法增加头寸时应遵循以下原则：
①后来的每一层头寸必须小于前一层
②只能在赢利的头寸上加码
③不可以在亏损的头寸上再增加头寸
④把保护性止损指令设置在盈亏平衡点
11. 决不追加保证金，别把活钱扔进死头寸里去
12. 为了防止出现追加保证金的要求，应确保至少拥有总的保证金要求的 75%的净资金。
13. 在平回赢利头寸前先平仓了结亏损的头寸。
14. 除非是从事极短线的交易，否则总应当在市场之外最好在闭市期间做好决策。
15. 研究工作应由长期逐步过滤到短期。
16. 利用日内图表找准入市出市点。
17. 在从事当日交易之前先掌握隔日交易的技巧。
18. 尽量别理会常识，不要对传播媒介的任何说法过于轻信。
19. 学会踏踏实实的当少数派，如果你对市场的判断正确，那么大多数人的意见会与你相左。
20. 技术分析这门技巧靠日积月累的学习和实践才能提高，永远保持谦虚的态度不断的学习探索。
21. 力求简明，复杂的并不一定是优越的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在该书最后，约翰·墨菲把上面的所有内容串成一个丝丝入扣的理论体系，就好像一场大型的七巧板游戏，各部分拼在一起。既强调了熟悉的所有各种技术分析手段，也讲解了怎样使它们各得其所相辅相成。不少分析者囿于技术分析的某一领域，总自以为他这一块才是成功的关键。约翰·墨菲不敢苟同。没有哪个单独的领域包含全部答案，而是各自拥有一部分解答。换句话说，每种技术手段只是解出大谜团的一条线索，交易者把握的线索越多，解开谜团的胜算当然就越大。为了帮助读者在这个方面得到些启发，约翰·墨菲开列了一份清单。

1990 年，约翰·墨菲在将《期货市场技术分析》重新修订时，保留了原书的结构。因此，许多原有的章节保留了下来，并更新了新的资料、新的图表。原书的焦点在期货上，而新改版的《金融市场技术分析》则增加了许多股票市场的材料。全书增添了三章。先前两个关于 OX 图（第十一章和第十二章）的章节已经合并在一起，插入了关于蜡烛图的新的第十二章。另两个补充的章节也已经加在了书尾。第十七章介绍了对市场间分析的研究。第十八章涉及各种股票市场指标。在写书的过程中，约翰·墨菲的着眼点始终是简洁。他曾经尝试过从非常简单到非常复杂的大多数技术分析工具，结论是，在绝大部分情况下，更简单的往往是更有效的。所以贯穿全书，约翰·墨菲始终忠告朋友们："力求简明"。



期货基金操作的核心



随着中国市场经济的不断发展，具有风险管理职能的期货市场再度出现良好的发展势头。从中国期货业协会的正式成立到"十五"规划确立"稳步发展期货市场"的指导方针，中国期货市场步入了新的发展阶段。大批优秀人才加盟期货行业，原有的期货老兵也在奋力进取，学习和研究成了期货市场的主流。回想起 1992 年、1993 年中国期货市场诞生不久时的情形，这是多么的相似啊！

1993 年我从武汉大学一毕业就进入了期货这一新兴行业，加盟国内最大的期货集团——中国国际期货经纪公司。入行初期，在期货实践的同时就是不断地学习，不断地提高自身。当时记忆最深刻的期货书籍是《投机智慧》和《期货市场技术分析》。《投机智慧》告诉我期货投资大师们的成功经验，强调了自律管理在期货投资中举足轻重的地位，这是我在此后 8 年里期货投资实践的重要基石。而《期货市场技术分析》则为我展示了一个广阔的天地，使我从一个初学者开始熟悉期货市场的技术分析，并对资金管理在期货投资中的重要作用有了深刻的认识，同时也确立了我后期整个期货投资过程始终重视资金管理和风险控制，只愿意去追求低风险下收益率的稳定增长，而不考虑重仓交易、快速赚钱的根本所在。

《期货市场技术分析》一书的作者约翰·墨菲是美国著名的技术分析专家，有多年的期货投资技术分析经验。其丰富的经验使得这本技术分析书籍具有极大的学习价值，是投资者了解期货市场技术分析的有效工具。该书从技术分析的理论出发，介绍了技术分析的基本出发点，并系统讲述了道氏理论、K 线分析、趋势分析、交易量和持仓兴趣分析、周期研究、波浪理论、资金管理及其他内容。这些对于投资者掌握期货市场的技术分析是极为有益的，当时的我是力求全面学习，并将其作为期货投资的重要指导。随着此后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自己期货投资经验的不断积累，我发现其中资金管理和交易策略对于期货基金成功操作而言更是关键。

通常我们在谈到期货投资技巧时，往往过于强调预测的准确度，而忽视了市场仍存在不确定性，我们的认识仍有不完善的地方，过分迷信分析预测的完美性将会给实际操作带来巨大的灾难，而良好的资金管理有利于避免这种情况的出现。在这本经典著作《期货市场技术分析》中，约翰·墨菲指出资金管理是一个被大大遗忘的角落，而在成功的期货交易中这一点却是必不可少的。

在任何成功的期货交易模式中，投资者都必须考虑三个方面的重要因素：价格预测、时机抉择和资金管理。价格预测，可以帮助交易者决定入市时站在哪一边，买还是卖。时机抉择则帮助交易者决定何时做，确定具体的出入市点——何时行动、怎样行动。资金管理，决定买入或卖出的金额。由于期货交易的高杠杆效应，投资者只要操作得当就可获得超常收益，而良好的资金管理体系大大提高了投资者的生存能力，使投资者能够冷静面对市场的各种风浪，避免因为一次意外而导致期货投资生涯结束的恶果。

所以说，严格自律机制和良好的资金管理体系是大资金参与期货交易必须注意的问题，也是开展期货投资基金和管理账户探索的根本前提。历史上最伟大的投资家杰西·利弗莫尔（畅销书《股票作手回忆录》的作者）在经历了无数次的成功后，最终在 1929 年到 1932 年的股灾中损失巨大，离开了市场。而日本住友商社的巨额亏损和英国巴林银行的倒闭都与成功交易员失去自律意识和忽视资金管理有直接关联。

在中国入世后金融业即将全面开放之际，期货市场上机构投资者将不断增加，期货投资基金和管理账户也将应运而生，投资者只要能像约翰·墨菲那样在期货投资市场上不断钻研，不断进取，也一定能成为一个成功的基金经理人。（张　毅）



交易精神永在

读书对我来说是一种进入人群的方式，我喜欢遭遇充满智慧的头脑和令我疼痛的观点，只有这样的书我才认为它是一本好书，而不在乎这本书的形式和大众对这本书的美誉度。这样的书实际上是很少的，不仅在中国，实际上在世界范围内也是这样。很多的图书由于所谓历史的原因或者历史的价值而被书商们挖掘出来，但是这类书除了证明文化和人类的认识水平在那个年代出现过就没有任何意义了，那些书只是作为化石而存在，在我的眼里实在不算什么。

由于交易的原因我需要了解别人的观点和掌握必需的交易技术，读书成为必然的选择，因为我没有其他途径获得这些知识。

《金融市场技术分析》是我看到的最好的交易专业书籍之一，这是一本交易的百科全书和交易的入门读物。该书从技术分析和基础分析的分歧入手，系统介绍了 1986 年以前交易技术所达到的高度和水平。但是这不是本书的全部的特色所在，约翰·墨菲给我的震撼是他作为业内人士对交易的深刻理解和对交易技术的客观的阐述。

在本书中，约翰·墨菲系统地介绍了道氏理论、周期理论、江恩理论、波浪理论、点数图、移动平均线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

技术、费波纳契技术和传统图表形态。在介绍这些理论的时候，它和国内的交易类书籍明显不同的地方在于，从来没有谈论过庄家的话题，更没有建议大众去跟随庄家交易。实际上这不是对一种方法的忽略，而是对一种方法的否定以及对这种方法之后隐藏的交易态度的否定。在这本书中，一向平和的约翰·墨菲毫不客气地说道“想通过内部消息获得利润没门”。如此清楚的斥责，在他的书中是鲜见的，到 1986 年为止，约翰·墨菲已经从业 15 年，交易对于他来说已经是烂熟于胸，一个资深的交易大家可以如此直抒胸臆的否定，再度证明作弊法则的无聊和不可操作。

《金融市场技术分析》一书最为吸引我的地方在于该书能够举出翔实的案例来阐述学习交易技术的必要性，而且告诉了我们什么是正确的交易技术。它没有因为对道氏理论的尊敬而否定道氏理论的缺憾，在本书中约翰·墨菲非常诚恳地承认道氏理论的缺陷：“道氏理论肯定也不会绝无谬误。它也有错误频频发生的糟糕的日子。”这种客观的、批判继承的态度给我们这些后来者提供了榜样的力量，交易技术是可以令我们持久稳定地获得利润，但是，并不能保证我们永远不犯错误，而有些错误甚至不是来自于交易人，而是交易技术本身，哪怕这门交易技术是由交易界中重量级大师所创造的。

在谈论波浪理论和周期理论时，墨菲同样秉持这种不迷信的态度。反观我们现在的交易者，所谓的江恩迷，所谓的绝招的贩卖者之流，就越发觉得大师们的诚恳和真实。

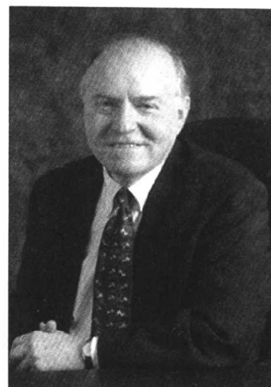
总之，《金融市场技术分析》一书是一本难得的书，这本书已经伴随我走了多年的交易之路，至今我还不断地翻阅，虽然它的书脊已经开始破损，但是它的内容和这本书中蕴涵的交易精神还在持久地给我帮助。（佚　名）



著名市场技术分析师



约翰·墨菲是美国顶尖的市场技术分析家之一，有 30 多年的分析经验，曾任美林证券公司分析研究主任、商品研究局的高级技术分析编辑、市场技术分析家协会理事、纽约金融学院教授，现担任哥伦比亚国家广播公司 CNBC 电视台的期货技术分析师，他本人也有一家咨询公司，定期发表《期货市场趋势及市场交叉分析》，提供关于金融期货、金属、石油、股票指数期货以及 CRB 期货价格指数的技术分析报告。


约翰·墨菲

约翰·墨菲在哥伦比亚国家广播公司 CNBC 每天做商品的技术分析专栏，主要任务就是察看市场的图表，就像气象广播员看天气图表那样，是一项非常单调的工作。但约翰·墨菲认为观图是一项必不可少的工作，他把自己在 CNBC 的工作称为观图分析，以减少制作人的担心，因为这些制作人对主题的名称总有一种恐惧感。有趣的是，在 CNBC，每一个评论员都利用图表来说明市场情况，而这些图表大部分都是由约翰·墨菲提供的，但如果他在自己的节目中用了相同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的图表却经常被别人认为技术性太强。约翰·墨菲希望投资者都能成为出色的观图分析师，而且在读了自己写的《期货市场技术分析》之后，能对那些弯弯曲曲的曲线的意义有更进一步的认识。

约翰·墨菲和格雷格·莫里斯合作成立了网站，设计投资教育软件和在线投资服务。他还经常参加 CN-BC 每晚的交易报告节目，很多的投资报纸、杂志都引用他的观点。此外，约翰·墨菲还经常出席世界各地的金融分析家讨论会，为了传播他的技术分析方法而每天奔波宣传。1990 年，约翰·墨菲将《期货市场技术分析》重新修订，并改名为《金融市场技术分析》。在《金融市场技术分析》一书出版不久，1991 年约翰·墨菲又出版了《市场互动技术分析》，该书强调了金融市场包括外汇、商品、利率与股票之间的联系，以某个市场（如债券）的价格走势作为技术指标，分析另一个市场（如股票）的行情。《市场互动技术分析》被认为是一本具有里程碑意义的著作，与《期货市场技术分析》一样被列为畅销书。1996 年约翰·墨菲又出版了《图表炒家》，《图表炒家》介绍了他多年来最喜爱的技术分析方法，主要是为数千个哥伦比亚国家广播公司的观众而写，帮助观众对金融市场的操作有进一步的认识，同时也使许多观众的投资情况有所改善。

为了表彰约翰·墨菲对全球市场技术分析的杰出贡献，在 1992 年 10 月的第五届“世界市场技术分析家联盟会（MTA）”上，他荣获该联盟的首届年度大奖，2002 年他再次获得“技术分析突出贡献奖”。



第一章　技术分析的基本原理



技术分析预测与基本分析预测

技术分析主要研究市场行为，而基本分析则专注于导致价格上涨、下跌或持平的供求关系的经济力量。基本分析检验所有影响市场价格的相关因素，以确定市场的内在价值。内在价值就是根据供求规律基本面所表明的某物的实际价值。如果这个内在价值低于当前的市场价格，那么市价就过高，应该卖出。如果市价低于内在价值，那么市场就被低估了，应该买入。

这两种市场预测方法都试图解决同样的问题，即确定价格可能运动的方向。它们只是从不同的方向处理问题。基本分析人士研究市场运动的成因，而技术分析人士研究其结果。当然，技术分析人士相信结果是他或她想要或需要了解的全部，而理由或原因是多余的。基本分析人士总是想知道为什么。

大多数交易者要么将他们自己归类为技术分析人士，要么归类为基本分析人士。在现实中，这存在许多重叠。许多基本分析人士对走势图分析的基本原则有实用的知识。同时，许多技术分析人士对基本分析至少也有粗略的意识。问题是走势图与基本面常常相互冲突。通常，在重要市场运动的伊始，基本面没有解释或支持市场将要走出的行情。正是在这些趋势中的紧要关头，这两种分析方法的分歧最大。通常，它们会在某个点回归同步，但对交易者来说采取行动多半为时已晚。

对这些表面上的差异的一种解释是，市场价格往往领先于已知的基本面。用另一种方法来说就是，市场价格担当起了当前基本面或传统智慧的领先指标。虽然已知的基本面已经不受重视而且已经“包含在市场中”，但价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格现在正对未知的基本面做出反应。历史上某些最具戏剧性的牛市或熊市就是从基本面没有或没有普遍的变化时开始的。到了那些变化变得无人不晓时，新的趋势早已开始了。

不久，技术分析人士对他或她解读走势图的能力越来越有信心。在市场运动与所谓的传统智慧不一致的情况下，技术分析人士知道如何应付自如。技术分析人士开始乐于当少数派。他或她明白，市场行为的成因最终会成为人人皆知的东西。技术分析人士只是不愿意等待这种附加的印证。

在接受技术分析的各个前提的过程中，一个人可以看到技术分析人士为何相信他们的方法比基本分析人士的好。如果交易者非得从二者之中挑一个运用，那么合乎逻辑的抉择必然是技术分析。因为根据定义，技术分析已经包括了基本分析。如果基本面已反映在市场价格中，那么对那些基本面的研究就变得没有必要了。解读走势图成了基本分析的捷径。然而，反之却不成立。基本分析中不包括对价格行为的研究。仅用技术分析就能够在金融市场中进行交易。但任何人不考虑市场的技术面，而单靠基本面来交易，就值得怀疑了。

分析与选择时机

如果将决策过程分为两个阶段——分析与选择时机，那么最后一点就更清楚了。由于期货市场中的高杠杆因素，因此在这个领域选择时机至关重要。你很有可能握住了市场的总体趋势，但仍旧赔钱。因为期货交易中的保证金要求实在太低（通常少于期货合约标的 10%），所以朝不利方向的相对较小的价格运动就可以使交易者从市场中出局，损失所有或大部分保证金。相比之下，在股票市场交易中，发现自己站错市场方位的交易者只需要决定拿着股票再等等看，期望股价再回到某一点。

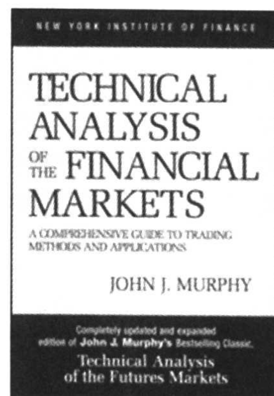
期货交易者可没有这种奢侈。“买入并持有”的策略不适用于期货领域。技术分析和基本分析都可用在第一阶段——预测过程。然而，对于确定具体出入点的时机选择问题，几乎是纯分析性的。因此，考虑到交易者在进行市场投入之前必须经过的各种步骤，可以看到，即使在决策的早期应用了基本分析，正确地运用技术分析原理也在这个过程中的某一点不可或缺。在挑选个股，以及在买卖股票市场板块和行业群时，选择时机也很重要。

技术分析的灵活性和适应性

技术分析最大的强项之一是它实际上适用于任何交易媒介和时间维。无论是股票交易，还是期货交易，这些原理没有用不上的地方。

走势图分析人士可以轻易跟踪许多渴望跟踪的市场，但他或她的对手基本分析人士往往做不到。因为后者必须处理大量的数据，所以大多数基本分析人士趋向于专攻某个市场。技术分析的这种优势绝不可忽视。

首先，各个市场时而活跃，时而平静；时而趋势明显，时而走势胶着。技术分析人士可以集中注意力和资源专攻显露出强劲趋势的市场，并忽略其余的市场。结果，走势图分析人士能够让他或她的注意力和资金轮转，利用各个市场风水轮流转的本性。在不同的时候，某些市场变得“热门”，经历着重要的趋势。通常，那些趋势明显的时期之后会有平静且相对胶着的市场环境，此时另一些市场群体取而代之。技术派交易者可以自由地选择。然而，倾向于仅仅专注市场的基本分析人士没有这种灵活性，即使他或她能自由地变换市场群，基本分析人士做起来也比走势图分析人士难得多。



《金融市场技术分析》英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

技术分析人士有的另一个优势是"纵观全局"。通过跟踪所有的市场，他或她对市场的总体状况有极佳的感觉，因此避免了只跟踪一群市场可能导致的"井蛙之见"。而且，由于许多市场之间存在着内在的经济联系并对类似的经济因素作出反应，因此一个市场或一群市场中的价格行为或许给另一个市场或另一群市场的未来走向提供了线索。



第五章　主要的反转形态

导言

到目前为止，我们已经接触了道氏理论，它是大多数今天使用中的趋势跟随工作的基础。我们已经考察了基本的趋势概念，如支撑、阻力和趋势线，而且我们还介绍了成交量和持仓量。现在我们准备进入下一步，研究走势图形态。你也很快可以看到这些形态建筑在以前的各种概念上。

在第四章中，我们把趋势定义为一系列上升或下降的波峰和波谷。只要它们上升，则趋势向上；如果它们下降，那么趋势就向下。但还强调指出，市场有时会横走。正是这种横向市场运动时期是我们在接下来的两章中最关心的。

假定大部分趋势的变化不可能突如其来。事实上，趋势中的重要变化通常需要一段酝酿的时间。问题在于，这种酝酿时期并不总表明趋势反转。有时候，这些横走时期仅表明现有趋势的停顿或者巩固，之后原有的趋势仍将恢复。

价格形态

研究这些酝酿时期及其预测意义把我们带入了价格形态的问题。首先，什么是价格形态？价格形态是图案或者构造，它们出现在股票或期货的价格走势图上，可以分成不同的类别，而且有预测价值。

两类形态：反转形态和持续形态

有两种主要类型的价格形态——反转形态和持续形态。正如这些名称暗示的那样，反转形态表明趋势中的重要转折正在发生。持续形态显示市场仅是暂作停留，可能是要对短期的超买或超卖做出调整，此后现存趋势将恢复。窍门在于，在形态发育的过程中尽早区分出这两种类型。

在本章中，我们将研究五种最常见的反转形态：头肩顶、三重顶和三重底、双顶和双底、长钉形顶（或称V形头）和长钉形底以及圆形或称盆形形态。我们将研究价格结构的本身，它是如何在走势图上形成的，以及如何才能鉴别它们。然后，我们再看看另外两个需要考虑的重要因素——随之出现的成交量形态以及测算推断。

成交量在所有价格形态中都扮演着重要的印证角色。在吃不准的时候（很常见），研究一下与价格数据相伴的成交量形态可能是价格形态是否可信的决定性因素。

大多数价格形态还有某些测算技法，它们可以帮助分析人士确定最小的价格目标。虽然这些目标仅仅是随后市场运动的大致规模，但它们仍有助于交易者确定他或她的报偿与风险之比。

在第五章中，我们将看看第二类形态——持续形态。我们将研究三角形、旗形、尖旗形、楔形以及矩形。这些形态通常反映出现行趋势的停顿而不是反转，因此相对主要形态，它们通常被归为中级形态或小形态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所有反转形态的初步要领

在我们开始讨论单个的主要反转形态之前，得说明几个适用于所有这些反转形态的初步要点。

1. 任何反转形态的先决条件是先前趋势的存在。

2. 即将到来的趋势反转的第一个信号常常是市场突破重要的趋势线。

3. 形态越大，后续的市场运动就越大。

4. 筑顶形态通常比筑底形态经历的时间短且波动性强。

5. 底部的价格区间通常较小且构筑时间长。

6. 成交量往往在市场的上升阶段中更重要。

先前趋势的必要性。先前趋势的存在是任何反转形态的先决条件。显然，市场必须有东西可反转。在走势图上偶尔会出现一种结构与某一反转形态相像。然而，如果这个形态之前没有一种趋势，那就无势可转，而且这个形态也很可疑。知道在趋势结构中何处最易出现反转，是形态识别的关键因素之一。

有先前的趋势可转这一点的必然结果是测算推断问题。前文曾说过，大多数测算技法仅仅给出最小价格目标。最大目标可能是先前市场运动的整个范围。如果一轮大牛市已经出现，并且大的筑顶形态正在形成，那么潜在向下运动的最大限度便是对牛市 100% 的回撤，也就是它开始的地方。

市场突破重要的趋势线。即将到来的趋势反转的第一个信号常常是市场突破重要的趋势线。但要记住，市场突破主要的趋势线并不一定说明趋势反转。要说明的只是趋势中的一个变化。市场跌破主要的上升趋势线或许表示横走价格形态的开始，这个形态以后可能被识别成反转型或巩固型。有时，市场突破主要趋势线与价格形态的完成同时发生。

形态越大，潜力越大。当我们用“越大”这个词时，我们指的是价格形态的高度和宽度。高度衡量了形态的波动性。宽度是构筑与完成该形态需要的时间。形态的规模越大——即在形态内摆动的价格摆动（波动性）越大而且构筑形态的时间越长——那么形态就越重要，而随后的价格运动的潜力就越大。

实际上，这两章中的所有测算技法均是基于形态的高度。这是一种主要适用于柱线图的方法，柱线图使用一种竖直测量标准。而测量价格形态水平宽度的方法通常适用于 OX 图分析。这种走势图分析法采用了一种计数方法，这种方法假定顶部或底部的宽度与随后的价格目标之间存在着紧密的联系。

顶部和底部的差别。相比筑底形态，筑顶形态的持续时间短且波动大。价格摆动在顶部更宽而且更剧烈。顶部的形成时间通常较短。底部通常有较小的价格区间，但构筑时间长。正因如此，辨别和捕捉底部通常比捕捉顶部容易，损失也少。一个使变化多端的筑顶形态值得捕捉的安慰因素是，市场往往跌得快而涨得慢。因此，相比在牛市做多，交易者在熊市做空可以快得多地赚更多的钱。生活中的一切都是在风险与回报之间的权衡。高风险带来高回报，反之亦然。筑顶形态较难捕捉，但却值得努力。

成交量在上升行情中更重要。成交量一般应沿着市场趋势的方向增加，而且成交量是所有价格形态完成的重要印证因素。每一个形态的完成应伴随着成交量的显著增加。然而，在趋势反转早期，成交量在市场及部并不如此重要。一旦处于熊市，市场会“因自重而下降”。走势图分析人士喜欢看到在市场下跌的同时交易活动不断增加，但这不是决定性的。然而，在底部，成交量的放大绝对必要。如果在价格向上突破期间，成交量形态没有呈现显著的增加，那么整个价格形态应当值得怀疑。我们将在第七章更深入地探讨成交量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成交量的重要性

就像在所有价格形态中一样，伴随成交量的形态在头肩顶的发展过程中扮演着重要角色。一般来说，第二个波峰（头）伴随的成交量应比左肩伴随的小。这不是个必要条件，而是一种强烈的倾向以及买压逐渐减轻的早期警报。最重要的成交量信号发生在第三个波峰（右肩）。此处的成交量应比前两个波峰的明显要小。成交量应在跌破趋势线的时候放大，在反抽时萎缩，然后在反抽结束后再度放大。

正如前面提到的那样，在市场完成顶部的过程中，成交量的重要性较小。但在某些时候，如果新的下降趋势继续，成交量应当开始增加。成交量在市场底部扮演着更为关键的角色，这个问题稍后讨论。不过，在此之前，让我们先来讨论头肩形的测算推断。

发现价格目标

形态的高度是测算价格目标的基础。量出头（点 C）至颈线的竖直距离，然后从颈线上的突破点投射出这段的距离。例如，假定顶部的最高点位于 100，而颈线位于 80，因此竖直距离是两者之差，即 20。这 20 个点应从颈线上的突破点开始向下测量。如果图 5.1a 中的颈线的突破点位于 82，那么向下的目标预计会在 62 的位置（82 − 20 = 62）。

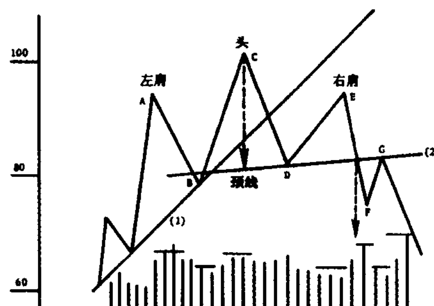


图 5.1a

还有一种也能用来完成相同的任务但较简便的技法是，单单测量下跌行情中的第一浪（点 C 至 D）的长度，然后加倍。在这两种情况中，形态的高度或波动性越大，目标位就越远。第四章曾说过。击穿趋势线时的测算方法与头肩形形态中用到的相似。现在你应当能够明白这一点。市场在跌破趋势线后走出的距离，同它在趋势线上方走出的距离大致相同。在我们整个价格形态的研究中，你会看到柱线图上的大多数价格目标是以各种形态的高度或波动性为基础的。测量形态的高度然后从突破点投射出这段距离将是被反复提起的话题。

重要的是应记住，市场到达的这些目标仅仅是最小目标。市场经常超越这些目标。然而，有一个最小目标对于预先判断市场运动是否有足够的潜力来保证建立仓位是有帮助的。如果市场超越了价格目标，也只是蛋糕上的糖霜。最大目标是先前市场运动的规模。如果先前的牛市从 30 涨至 100，那么从筑顶形态开始的最大下跌目标是完全回撤掉整个上升运动至 30。我们只能预测反转形态反转或回撤掉市场在它们之前运动的距离。

调整价格目标

在试图预测价格目标时，应当考虑到其他一些因素。来自价格形态的测算技法，如刚刚介绍过的关于头肩顶的，仅是第一个步骤。还有其他要考虑的技术因素。例如，在先前的牛市期间形成的反作用最低点留下的明显支撑位到哪里去了呢？熊市经常会在这些位置驻足。百分比回撤怎样？最大目标是对先前牛市 100% 的回撤。但 50% 和 66% 的回撤位到哪里去了呢？这些位置常常在市场下方提供了重要的支撑。市场下方明显的价格缺口怎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

样？它们经常起到支撑区域的功能。市场下方有明显的长期趋势线吗？

技术分析人士必须考虑其他技术数据，以精确地从价格形态得出价格目标。例如，如果向下的价格测算预计目标在30，而在32的位置有明显的支撑，那么走势图技术分析人士会明智地调整下跌目标至32，而非30。一般地，当预测的价格目标与明显的支撑位或阻力位存在微小的差别时，将价格目标调整到这些支撑位或阻力位上通常很安全。为把其他技术数据考虑在内，常常很有必要调整从价格形态测得的价格目标。分析人士有许多不同的工具供他或她支配。技术最娴熟的分析人士是那些懂得如何适当地混合所有这些工具的人士。



第六章　持续形态

成交量形态的重要性

要观察的一条重要线索是成交量形态。因为在两个方向上的价格摆动同等广阔，所以分析人士应当密切注意哪个方向上的成交量更大。如果价升量增且价跌量减，那么该结构很可能就是上升趋势中的一种持续形态。如果价跌量增，就可视作趋势可能正在反转的警告。

可交易的区间内价格摆动

有些走势图分析人士在这种形态的价格摆动中进行交易——在市场回档至价格区间的底部时买进，而反弹至价格区间的顶部时卖出。这种技法使短线交易者充分利用确定无误的价格边界，并从无趋势的市场中获利。由于仓位建在价格区间的边界，因此风险不但相对较小而且明确。如果交易区间完好如初，这种逆势交易法就很奏效。当突破的确发生时，交易者不仅可以立即从最后的亏损交易中脱身，而且可以通过顺着新趋势的方向重新交易来倒转以前的仓位。振荡量指标在横向交易的市场中尤为有用，但是一旦由于第十章中讨论的原因发生突破，其效用就会减少。

另一些交易者认为矩形是持续形态，因此在上升趋势中的价格带的下边界建多仓，或在下降趋势中的价格区间的上边界附近建空仓。另一些投资者避开所有这种无趋势的市场，并等到明确的突破出现后才投入他们的资金。大多数趋势跟随系统在市场横走及趋势不明的时候表现拙劣。

其他相似处和差异处

在持续时间方面，矩形通常属于一至三个月的类别，这与三角形和楔形类似。矩形的成交量形态与其他持续形态有所不同，这是因为宽阔的价格摆动阻止了在其他持续形态中见到的交易活动萎缩现象。

在矩形中最常用的测算技法以价格区间的高度为基础。从顶至底测量出交易区间的高度，然后从突破点投射出这段竖直距离。这种方法类似于前面提到的其他各种竖直测算技法，也以市场波动性为基础。当我们涉及OX图分析中计数时，将更多地讨论水平价格测算的问题。

到目前为止讲过的突破时的成交量以及反抽的可能性在矩形中也很有效。由于在矩形中上边界和下边界是水平的，而且明确可见，因此支撑位和阻力位也更加明显。这就意味着，在向上突破时，原先价格带的上边线现在应为任何抛售提供稳固的支撑。而在下跌趋势中的向下突破发生后，交易区间的底边（先前的支撑区域）现在应对任何反弹的努力构成坚实的天花板。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《资本市场的混沌与秩序》

【美国】埃德加·E·彼得斯（1952~ ）

本书是对于分形和混沌理论在投资及经济学领域的应用的一个概念性介绍。在最近几年中，有关资本市场的研究带来的问题比它所能回答的要多，我们需要一个新的范式，即新的看问题的方法，这一点越来越明显。现存的建立在有效市场假定上的视点有着40年的光辉历史，但一段时间以来，它已经不能明显增进人们对于市场运行的了解。本书试图进行从有效市场的概念到对于资本市场系统背后的各种基本力量的更为广义的视点的转换。在这一新的范式中，现存的范式将作为一个特例而继续存在下去。因此，这一转换是资本市场研究的一个进化，并且我相信，是符合逻辑的下一步。

本书不是一本教科书。它的目的是传播分形和混沌理论背后的概念，因为它们可以应用于资本市场和经济学。我没有为定理提供证明。那些对于完整的数学推导感兴趣的人可以去读参考书目，那里提供了丰富的数学和科学文本和论文。本书的阅读对象定位于职业投资者和感兴趣的学者，并假定读者在资本市场理论方面有坚实的基础、懂得基础统计学和基础微积分。任何一个有MBA学位的人阅读本书都不会有什么困难，而那些有商学或经济学本科学位的人也会从阅读中得益。本书采用非正规风格的目的在于激发思想和表达新观念。读者可以从其他地方找到正规的证明。

——引自《资本市场的混沌与秩序》



作为金融市场混沌理论研究方面的首要权威，埃德加·E·彼得斯首次提出了“分形市场假说”，他是全球投资管理企业Pan　Agora资产管理公司的系统资产分配首席投资战略家和投资官，经常做市场理论方面的演讲，并且在巴布森商学院、波士顿学院和本特利学院讲授投资组合管理。

埃德加·E·彼得斯还是美国一家著名投资基金匹纳格的研究部负责人，该基金管理着150亿美元的资产。彼得斯不仅有着丰富的投资实践经验，而且有着丰富的经济学理论基础。在《资本市场的混沌与秩序》这本著作中，埃德加·E·彼得斯首次介绍和推广了混沌理论在金融领域中的应用。这本关于各个层次的金融专业人员如何在实践中运用混沌理论的著作，被金融专家们奉为这一领域的经典论著。

彼得斯写作《资本市场的混沌与秩序》的目标是为投资行业实际从业者做一个有关混沌理论和分形统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

计学的概念介绍，尤其是因为它可以应用于经济学和金融学，希望它能有足够的理论力量以激发读者进一步研究的兴趣，但是这本书的实际反响比他所想象的要大得多。《资本市场的混沌与秩序》一书曾被《商业周刊》称为“市场混沌学家的圣经”，《金融分析期刊》将它标榜为“过去几年里最具刺激性的金融书籍”，自出版后，一直深受读者的好评。





20世纪90年代初期，随着以混沌理论为代表的现代分析科学理论的发展，人们开始逐步认识到资本市场的混沌与秩序，重新在更为深邃的层面为技术分析辩护，并在“社会系统在本质上是一个非线性的复杂系统”这一观点上达成一致。埃德加·E·彼得斯所著的《资本市场的混沌与秩序》对进一步理解资本市场的混沌与分形理论有着重要的意义。

《资本市场的混沌与秩序》一书的主要内容包括：

1. 新的范式。彼得斯认为，一个新的范式是一个思维模型，一个总体意义上的看问题的方法。在过去的40多年中，金融经济学一直为一个线性范式所主宰，也就是认为相对于每一个作用都有一个与之成比例的反作用的观点。然而，市场很少会如此秩序井然，市场经常是在最意料不到的时候，出现了指数性的反作用，这就是非线性的本质。大多数实际从业者都承认事实的确如此，许多学者和数量分析者也承认市场会以非线性方式做出反应。然而，他们假定，即使系统有非线性性质，线性限制也不会影响他们的模型的有用性，线性模型要比杂乱的非线性模型容易处理得多，简单的线性模型的好处比其局限性所带来的潜在弊害要大。然而，《资本市场的混沌与秩序》一书根据混沌理论和复杂科学告诉我们情况并非如此。

2. 随机游动与有效市场理论。《资本市场的混沌与秩序》一书认为，当前的资本市场理论是建立在以下几个假定的基础上：①理性投资者。理性投资者追求均值／方差有效性，他们用生成期望收益率的概率加权方法来估价潜在的收益率。风险是用收益率的标准差度量的，投资者需要给定风险水平上期望收益率最高的资产。②有效市场。价格反映了所有公开信息。价格的变化各不相关，可能有某种非常短期的相关性除外，而这是会迅速消散的。价值是由许许多多的基本分析者的共识决定的。③随机游动。由于以上两个因素，收益率遵循随机游动。因此，概率分布近似于正态或对数正态。近似于正态隐含着收益率的分布至少有一个有限的均值和方差。

3. 对上述假定的正态性检验。对于日收益率的第一个完整研究是法玛作的，他发现收益率是负斜率的：在左边（负的）的尾部比在右边的尾部有更多的观测值。此外，其尾部比正态分布预言的更胖，围绕均值的峰部比正态分布预言的更高，这种情况被称做“尖峰态”。在对道琼斯和S&P、长期国库券、短期国库券和欧洲美元合约的期货价格的研究中，发现了同样的尖峰态分布，因此可以预期，非常大的（偏离平均数3或4个标准差）价格变化的出现次数相当于正态分布所预言的两到三倍。这些研究提供了足够的证据，说明美国的股票市场及其他市场的收益率不是正态分布的。因此，几乎没有什么根据可以断言市场收益率的分布是“近似正态的”。如果收益率不是正态分布的，那么，许多统计分析，特别是如相关系数和统计量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

等统计判断，就要大打折扣并有可能给出误导性回答。支持股票价格随机游动的理由也会大打折扣。

《资本市场的混沌与秩序》一书提出非线性的资本市场的观点，将非线性科学的思想、方法较贴切地应用于证券市场，这必将大大促进金融投资科学的发展，满足实际投资的需求。



市场混沌学家的“圣经”



在我国理论界深入研究亚洲经济危机和全球金融动荡的走势之际，《资本市场的混沌与秩序》一书的出版，有着重要的意义。作者埃德加·E·彼得斯在该书中，主要研究分形几何学和混沌理论在资本市场上的应用，把非线性的概念扩展到金融市场和经济分析中，而且将其与主流理论相对照，并得出结论。

“分形几何学”是20世纪下半叶最伟大的科学成就之一。它打破了欧几里得几何学的整数维度传统（如直线是一维，平面是两维），引进了分数纬度的概念。那么，“分形几何学”能否用来研究资本市场呢？本书作者彼得斯的答案是肯定的。他令人信服地建立了标准普尔500家公司股票的日、周、月、年之间的收益曲线的“自相似性”。

也许有人怀疑这是简单地搬用自然科学方法于社会科学，其实不然。“分形几何学”的创始人曼德布罗特本人早在1963年就开始研究股票价格的波动规律，他发现收益曲线不符合正态分布，而符合所谓的“帕累托分布”。“帕累托分布”的特点是方差无穷大，这是不连续的“分形”分布的一种表现。曼德布罗特说，对股票价格的研究，是他日后建立划时代的“分形几何学”的第一步。

本书的成功之处在于：第一，对曼德布罗特的“分形几何学”做出了深入浅出的介绍，这是不容易的；第二，说明了流行的“有效率市场”理论的失灵。资本市场是混乱的，干净利索的、最优化的解在这里是不适用的，而我们有的却是多个可能的解。这些性质——远离均衡状态条件和时间依赖反馈机制——都表明资本市场是非线性的。

总之，在国际经济风云多变的今天，我们迫切需要新的思想，新的视角。埃德加·E·彼得斯的《资本市场的混沌与秩序》一书一定会引起理论界和社会公众的广泛讨论。（佚　名）



分形与混沌的力量

《资本市场的混沌与秩序》是一本好书，它深深地吸引了我，甚至可以说它影响了我看待事物的方法。

首先，至少对于我自己来说，整个主流经济学的框架是被这本书撼散了。我和许多人一样，本来对于主流经济学就存有怀疑，因为它的框架在形式上严整、“科学”，其结论却总是与经验事实不符（书中也提到：在自20世纪70年代前期麦克尼斯研究经济学家的预测实绩的项目启动以来的所有重要的转折关头，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经济学家们做出的预测都是严重错误的；今天，经济预测往往成为笑柄，华尔街和作为公司国家的美国已经开始解散它们的经济学部门，因为如林登所说，它们的预测“被证明有娱乐作用——但没有什么用”)。但是，尽管以往的怀疑和批判五花八门，但在当今世界，科学的，或者说数学的范式还是撼不动的。另外，批判者们也拿不出更好的替代理论来。自20世纪60年代芒德勃罗开始的运用分形理论、混沌理论和复杂理论的批判却不同：它不仅使用了更为先进的数学理论，显得更科学，而且确实提出了自己的替代方案，提供了自己的新工具，并进行了自己的经验研究（当然，现在还只能说是刚刚开始做这些工作)。对于主流经济学的这种形式的批判是极为强有力的，它反映了无论是在理论上还是在实践上，批判和抛弃主流经济学的范式的时机都成熟了。《资本市场的混沌与秩序》一书对这些新的理论成果做了很好的总结，它的翻译可以使中国的读者尽早了解到经济理论界，乃至整个社会科学理论界——经济学无疑是整个现代社会科学的代表——的这个重要的动向。

新的经济学范式，或者说社会科学的范式，其本质究竟是什么？应该去读《资本市场的混沌与秩序》以及其他一些书。我在这里只想说说我的一个十分常识化的感受，就是新的范式主张“知之为知之，不知为不知”的治学态度和方法。这似乎是太简单了，其实却非常重要。纵观近现代经济学研究，乃至整个社会科学研究的历史，充满了试图模仿自然科学的精确性、声称已经获得了类似的精确性的虚妄。比如说“定量分析”或“数量分析”，时至今日，许多社会科学领域还在声称它们已经可以做“定量分析”或“数量分析”了，搞出“预测模型”了——这在许多人眼中大大提高了它们的身价。实际上，这些“分析”和“预测”是极其糟糕的，往往还远远比不上《资本市场的混沌与秩序》中极力批判的计量经济学和现代资本市场理论。实际上，对于市场之类的复杂系统，我们很可能只能做一些“定性分析”。

《资本市场的混沌与秩序》一书的作者埃德加·E·彼得斯在一次接受记者采访时所打的比方很不错，他说：我们种下橡实，可以预测它会长成一棵橡树，但对于它会长成一棵什么样的橡树却是一无所知的。他和其他一些学者还提到，经济学只能指出一些大趋势，要做时间上的预测就几乎不可能了。这种思想方法应该成为社会科学领域的新方向，应当扭转社会科学领域常见的那种硬是把不知道的事情说成知道的陋习。我们在作为知识的接受者时，则应该既不要求也不相信那些不可能做到的预测。（王小东）



金融市场混沌理论方面的首要权威



埃德加·E·彼得斯是金融市场混沌理论方面的首要权威，是全球投资管理企业匹纳格资产管理公司的系统资产分配首席投资战略家和投资官。他经营的资产超过45亿美元，而且对混沌和分形的理论与应用进行了广泛的研究。

1994年，埃德加·E·彼得斯出版了《分形市场分析》。该书用更实际的方法研究了随机性和确定性。这些随机性和确定性显示出当今股票、债券与商品市场的特性。通过使用分形和重标极差加上非线性动态模型，彼得斯解释了湍流市场行为。对于风险和易变性以及非神秘化的价格与市场运动，彼得斯显示出了清

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

新的洞察力。无论投资者的交易或投资目标如何，本书都向其传递了所需要的实用经济学和数学结构，以提高其资产评价和资产组合选择战略。

之后，埃德加·E·彼得斯又推出了《复杂性、风险与金融市场》一书。这是一本研究和阐释不确定性与复杂性、风险性之间关系的著作，在这部力作中，作者以通俗的语言和生动的实例，首先总结出复杂性和不确定性的本质特征，而后对复杂性、风险性和不确定性之间的关系进行了系统的比较和阐释，最后对复杂性科学理论与奥地利经济学说之间的关系进行了论述。

埃德加·E·彼得斯经常做市场理论方面的演讲，并且在巴布森商学院、波士顿学院和本特利学院讲授投资组合管理课程。1996 年，他创作了《资本市场的混沌与秩序》一书。通过新的分析技术和新的检验方法在过去几年中的使用，《资本市场的混沌与秩序》一书对混沌与分形理论在投资与经济中应用进行了彻底的检验。

该书是将混沌理论通俗化并运用到金融领域的第一本书。因此，成为这项研究的行业标准和这方面的权威，使技术分析家、投资者和交易员都对混沌理论有了全面的理解。《资本市场的混沌与秩序》被誉为“价值连城的参考书”，埃德加·E·彼得斯为这一领域中所做出的贡献功不可没。



第一章　引言：生活可以如此复杂



纵观整个有纪录的历史（在此之前多半也一样），人们一直试图使生活结构化和组织化。否则我们怎么去解释我们的法律系统、官僚机构和组织结构？为了赋予时间秩序，人类发明了日历和钟表，它们制约着日常活动的适当组织和协调。我们出版百科全书、字典、书籍和报纸，以对知识加以组织。然而，无论法律和组织结构如何详细，我们仍旧不能完全理解一个结构背后的过程，无论它是一个自然系统，如天气，或是我们自己创造的社会系统。这就是为什么我们需要一个法院系统来解释法律，我们需要顾问来帮助我们了解我们的公司的群体动力学，我们也需要科学来理解自然。

不管我们怎样力图使世界变得秩序井然，世界却并不是秩序井然的，被称为机构的人类创造物也不是秩序井然的，经济和资本市场就特别缺乏秩序。资本市场是我们自己的创造物，而我们却不知道它是如何运行的。我们的一些最优秀的思想家花去自己毕生精力，力图了解资本是如何和为什么从一个投资者流向另一个投资者的。为了使资本市场更有条理，人们创造了模型试图去解释它们，这些模型不可避免的是现实的简化。通过对投资者的行事方式做简化假设，人们创造了一个完整的分析框架来帮助我们理解原本也是由我们创造的市场。这些模型尚不够好。它们解释了一些结构，但留下了许多未能回答的问题．并且经常是提出的问题比回答的多，经济学家们发现，与理论相反，他们预测的经验有效性十分有限。

例如，《福布斯》杂志曾经发表过一篇林登撰写的题为《乏味科学中的沉闷日子》的文章，引用了麦克尼斯有关经济预测的研究。麦克尼斯发现，自 20 世纪 70 年代前期该项研究启动以来的所有重要的转折关头，经济学家们做出的预测都是严重错误的。其中包括联邦储备委员会主席艾伦·格林斯潘负责的汤森一格林斯潘研究所。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

麦克尼斯发现在这些转折关头预测者往往作为一个群体发生偏离。预测即使正确，也往往只是在短期意义上的。一个变量的很小变化往往产生比理论所预期的大得多的冲击。

另外，越来越多的迹象表明，资本市场的行为并不符合被到处说成是事实的随机游动理论。例如，股票市场的变比很大，无法完全归结为噪声干扰。我们将住后面讨论其他现存资本市场范式的反常现象，它们实在太多，无法被忽略过去。

40 年前，人们曾指望计量经济学能够赋予我们预测未来经济状况的能力，这样我们可以有所准备。今天，经济预测往往成为笑柄。华尔街和作为公司国家的美国已经开始解散它们的经济学部门，因为如林登所说，它们的预测“被证明有娱乐作用，但没有什么用”。到底是出了什么问题？

首先是均衡的概念。计量经济学是以此为前提的，如果没有外部的或外生的影响，系统将处于休止状态。这是经济学家关于均衡的一个定义。所有东西都是均衡的，供给等于需求。当系统受到扰动时，外生因素使其偏离均衡。系统对于扰动的反应是以线性方式回归均衡。系统将立即做出反应，因为它希望处于均衡状态而痛恨失去平衡，系统要求井井有条，万物各就其位。

然而，如果我们看一看一个有生命的世界的生态——例如地球的生态——就会发现大自然不喜欢均衡。如果一个物种或一个系统想要生存，它就必须进化：如普里高津所宣称的那样，它必须“远离均衡”。月亮倒是处于均衡状态，但它是一颗死星球。

一个自由市场经济也是一个进化结构。控制经济并使其更稳定（或使它处于均衡状态）的努力都失败了。苏联式共产主义最近的崩溃只是一个例子，其他“乌托邦”社会也曾试图创立一个均衡的经济，但它们全都失败了。

均衡意味着排除感情力量的存在，如贪婪和恐惧，这些力量促使经济进化并适应新的条件。管制这些人类的倾向以在某种程度上限制其影响是可取的，但将其完全去除则意味着去除一个系统的生命，包括那些发展所必需的远离均衡状态的条件。一个系统的均衡意味着一个系统的死亡。

在一个“有效市场”中，资产是按照可获得的信息公平定价的，无论是买主还是卖主都不能获得任何便宜。然而，公平价格之外的许多考虑对于市场发挥其功能也是重要的。例如，任何一个交易人都会告诉你，一个极易变性的市场是不健康的市场。新的金融工具如果别人不感兴趣，即使价格公平，也还是会消亡。一个最近的例子是指数分享合约，其原本的设想是给予个人或机构不使用期货就能进行程序控制交易的能力。这原是个好主意，合约的定价基本上也是公平的，但这个概念由于人们不感兴趣而消亡了。交易量太低，不足以维持市场。一个健康的市场是一个易变的市场，却并不一定是价格公平的。我们应不应该赞同这样一种观念：一个健康的经济或一个健康的市场不是趋于均衡状态的，而是正相反，远离均衡状态的？用均衡理论来给远离均衡状态的系统制定模型的经济学家们往往得出靠不住的结果。

计量经济学看世界的视点的第二个问题是其对于时间的处理。它忽视时间，或至少是把时间看成是与其他变量一样的一个变量。市场和经济对于过去的记忆是没有的，或者只是有限的。如果 10 年以后，所有影响利率的变量和今天相同，那么，利率也会和今天相同。两个时点之间发生的事件的组合是不相干的东西。计量经济学至多是处理短期记忆，记忆的影响会迅速消散。计量经济学是不包括那种一个事件可以改变未来的想法的——这个事实解释了为什么在前述麦克尼斯的研究中经济学家们总是在转折关头犯错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

作为一个例子，让我们假定利率（r）只依赖于当前的通货膨胀率（i）和货币供应量（s）。我们可以做一个简单的模型：

$$r=ai+bs$$

在这个过于简化的例子中，如果系数 a 和 b 是不变的，那么 r 依赖于 i 和 s 的当前水平。无论 i 和 s 同时升或降，或是一升一降，都没有什么关系。历史不起作用。

当然，这里没有考虑进去的是人类决策的定性方面。我们是受过去发生的事件的影响的。对于未来的期望会因我们最近的经验而改变。特别是在资本市场理论中，这种反馈，过去影响现在，而现在影响未来，这种情况多半是被忽略了。在下一章中，我们将考察计量经济学赖以成立的理性人。这个理性人不受过去发生的事件的影响，也许那些最近发生的事除外。真实的反馈系统包括长期的相关性和趋势，因为对于很久以前的事件的记忆仍旧影响当前的决策。

所有这些考虑都使得资本市场是混乱的。干净利索的、最优化的解是不适用的。我们有的却是多个可能的解。这些性质——远离均衡状态条件和时间依赖反馈机制——是非线性动力学系统的征兆。

当我是一个学习数学的本科生时，我们学习的微分方程是线性的。我们学习线性微分方程是因为可以找出它们的唯一解。它们对于工程和物理有实际用处，它们干净利索。

非线性微分方程被看成是没什么用的，因为它们有多重解，这些解看上去并不相关。它们复杂、混乱，我们应该避开它们。

我们发现多数复杂的、自然的系统可以用非线性微分或差分方程建立模型。这些方程之所以有用恰恰是因为那些造成它们被避开的理由。生活是混乱的，有许多可能性，我们需要有多重解的模型。



第十七章　展望未来：走向一个更普遍的方法

在任何科学中都会出现这样的时候：现存的范式所产生的问题比它所回答的要多。在这些时候，很明显，需要一个看待老问题的新方法，资本市场理论和经济学从总体上说现在就到了这么一个时点。一段时间以来，使得我们有理由使用传统分析方法中的大部分方法所必不可少的条件在总体上已不复存在了，现在是考察替代方案的时候了。这些新方法的应用仍处于幼稚阶段。与这个行业的传统分析家的数量相比，“经济学混沌学家”的数量少而又少。

复杂科学——还有分形和混沌——提供了新的工具，某些时候它们可能比传统的方法更适用。然而，它们是现有技术的延伸，当我们仔细地考察新的范式时，我们发现，它是既存方法的一个推广。

当把第二篇讨论的分形假说与高斯假说作比较时，它的关键不同点是 α 的值，或价格变化的概率密度函数的分形维数。在高斯假说中 α 等于 2，没有其他值，分形假说的不同点在于允许 α 在 1 和 2 之间变动，既可以取整数值也可以取分数值。这一对于密度函数的推广有着系统行为方面的意义。

混沌理论宣称系统一般是相互依赖的，各个值之间的关系可以有不同于 1 的指数。标准计量经济学假定在独立变量之间存在线性关系。计量经济学的情况是更为广义的非线性情况的限制性形式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在两个场合中，复杂科学都提供了既存范式的更为广义的形式。既存范式变成了新的、更为复杂的模型的一个特例，这些模型可以用分形、混沌或其他非线性方法生成。这种复杂性的增加带来了估计问题时确定性的损失。我们不再能够求得最优解，而必须满足于考察一个当某些临界水平被越过时会急转变化的世界的概率。在对于我们的环境的控制方面，这种对于世界的新视点提供的东西比较少，虽然它提供给我们一幅有关世界如何运行的更为完整的画面。

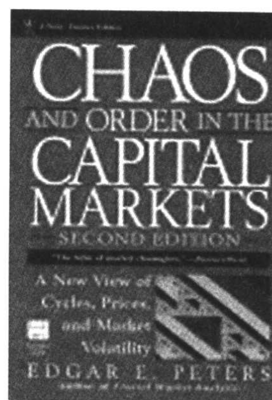
在《第三次浪潮》中，阿尔文·托夫勒察觉到，在现实生活中没有独立变量，只有一个巨大的、具有永无止境的复杂性的相互依赖的系统。在资本市场中，我们必须开始认识到这种可能性。

简化假定

当构造模型时，一个标准程序总是利用假定去掉限制性约束——那些会扰乱内在的系统的实际行为、却无助于我们对它的理解的限制性约束。限制性约束实际上是把水搅混，以至于真实现象更难被观察到。这些简化假定使得我们可以建立比较简单的模型，使得问题更易于处理。简化假定的一个经典范例是从物理问题中去掉摩擦。在基础物理学中，物体被假定是在真空中移动的。摩擦是一个外力，加进去会使问题复杂化，并且不是物体之间相互作用的真正的一部分。资本市场中的一个类似的约束是税收的影响。税收会影响投资者的行为，但它们是外部约束，并不牵涉到市场中买进和卖出的动力学。当研究基本的投资者行为时，用假定去掉税收，假定所有的投资者爱怎么投资就怎么投资，是合理的。

在物理学中，假定作用在一个物体上的力是线性的，却没有很多的经验证据支持，这一假定就会是不合理的，特别是在建立理论的应用的时候，尤其如此。当研究悬挂在弹簧上的一个重物的运动时，我们不能为了使计算更容易而假定弹簧的力是线性的，并且随后建立一个以线性恢复力为基础的完整分析框架。在与弹簧系统类似的其他系统上继续和猜测，并把线性恢复理论也应用于它们，这就是没有道理的了。

在资本市场中，我们做过这样的一个简化假定：我们长久以来假设投资者以线性方式对信息做出反应。我们以这个假定为基础建立了整个分析框架，而没有可靠的经验证据支持它的真实性。甚至在为这一假定的真实性搜索证据时，我们也使用了隐含高斯假定的方法。当我们对某些条件是否现实没有把握时，这些方法假定某些条件，如观测的独立性，是真实的。为了使我们的方法正当化，我们创造了一个模范人，叫做理性投资者，虽然这个人与我们认识的任何一个人都不相像。我们无视人们的群体易受时尚和狂热的影响的历史证据，说不是这样，即使投资者作为个人是不理性的，但从总体看他们仍是理性的。最后，我们假设了一些条件，在这些条件下所有这些假定都必须成立，我们把它们叫做有效市场假说。我在对过去 40 年的苦劳表示这些保留意见时，并不是想摧毁所有这些工作。我仅仅是指出，通过把条件限制于一个非常特定的情况，我们错过了许多方法，面我们本来可以得到这些方法去拓展我们对于市场和经济的理解。



《资本市场的混沌与秩序》
英文版封面

时间的流逝

在传统分析中最具限制性的假定多半涉及到对于时间的处理。在牛顿物理学中，时间被认为是不变的，也就是说，时间对于牛顿物理学中的问题来说并不重要。只要进行反向平衡就可以取消物体在空间里的运动。因为经济学和投资分析从牛顿物

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

理学借鉴甚多，我们传统上把时间当做是对于我们的问题不重要的。一个事件可以扰乱一个系统，但在一个适当的短时间跨度后系统就会回复到均衡，而事件被遗忘了。这种短期记忆是大多数还算考虑了时间的计量经济学方法的特征。

在实际生活中，事件会影响我们很长时间。某些事件会永远改变我们的生活；其他一些事件改变了世界历史。我们把事件对于市场的影响限制在一个短时间跨度上，似乎市场与我们的生活经验的其他部分是不同的。

混沌向我们显示，在自然系统中，事件可以改变历史的进程，虽然所有的可能结果都是在一个有限的空间里。一个系统可能会失去对于初始条件的记忆，虽然其影响会继续被感受到。从一个社会学的观点看，我们可以说某些事件改变了历史的进程，即使社会不再记得这些事件是什么时候发生的。例如，我们不知道轮子是什么时候发明的，但它的影响继续存在。

在市场中，事件会在时间进程中被忘记，但这并不意味着它们的影响不再被感到，我们现在在哪儿依赖于我们过去在哪儿，我们将来去哪儿依赖于我们现在做什么。通过推广我们看待时间影响的框架，我们丰富了我们的分析能力和理解市场功能的潜力。

相互依赖性和独立性

在使用计量经济学模型时，“如果……会怎么样”的分析是很常见的，事实上，计量经济学方法背后的一个目的就是把各个因素相互之间的影响分离开来。我们也许想知道在保持所有其他因素不变的情况下通货膨胀对于利率的影响。所有的因素实际上都是相互依赖的。我们“正交化”它们或过滤掉依赖性的企图是以隐含的高斯假设为基础的。我们永远不会知道通货膨胀单独对于利率的影响，因为影响依赖于其他变量，并将永远如此。假定变量之间的独立性简化了问题，但依赖性不是摩擦那种可以用假定去掉以简化问题的外部影响。它是系统自身的一个重要部分。用假定去掉依赖性会改变问题的整个性质，模型系统和实际系统变得不再相关了。

混沌理论推广了对子系统的研究，把这种相互依赖性考虑了进去。推广问题，而不是限制问题，会增进我们对于系统的理解并因此而产生新的应用。我们也许不再可能很快地求得最优解，然而随着我们的理解加深，发展大量的新的应用方法的前景无限美好。

再论均衡

我们在若干个场合讨论了均衡。然而，经济学的均衡的概念是如此的固若金汤，以至于我们必须对这个问题作一次最后的阐述。经济学的均衡是与牛顿物理学紧密相连的。科学家们早就知道，牛顿物理学仅仅为一个牵涉到两个物体的运动的问题提供了最优解（或闭型解）。一旦超过了两个物体，我们就不能再找到单一解，自庞加莱以来，科学家们已经放弃了这种努力。

在经济学和投资中，我们继续在为多体问题寻找一个解。我们必须记住，在多体问题中，就像在二体问题中一样，不能企图再用假定去掉各个力之间的非线性性质而不剧烈地改变系统的性质。这意味着可能的均衡类型不仅仅是点吸引子和极限环。在一个有限的空间里提供无限个解的奇异吸引子是一个非常现实的可能性。只有通过推广我们的分析框架，我们才能够有效地研究这一可能性。

其他可能性

前面章节提出，由经验发现还存在着许多其他的可能的解释，也存在着许多其他的范式，它们也许会证明比分形和混沌更有用。这些替代方法仍旧是与混沌紧密相连的。它们是相对较新的发展，关于它们我们只是刚刚开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

始了解。《科学美国人》1991 年 1 月份一期报道了两个可能性。

第一个可能性被称为“小波理论”，它似乎是谱分析的一个推广。小波理论的创始者被认为是贝尔实验室的英格丽德·多贝谢、舒伯格·多尔研究所的格雷戈里·别柳金和耶鲁大学的罗纳德·夸夫曼。谱分析依赖于傅里叶变换，傅里叶变换把一个信号分解成一个正弦波的序列，这些正弦波加到一起就可以重现原来的信号，然而，谱分析要求系统有一个特征标度，即每一个更小的增量按照一个固定的数缩放。谱分析也搜索周期性循环，如我们已经看到的，分形和混沌时间序列没有一个特征标度，所以，对于一个混沌或分形时间序列所作的谱分析导致一个看上去像宽频带噪声的图像。非周期性循环对于这一结果也有贡献。因为小波理论可以处理具有多重标度的信号，因此也可以被用来分析分形和混沌时间序列。这可能是未来的研究的一个有希望的领域。

第二个可能性是“自组织临界状态”的概念。朴和陈的描述相当完整并包括令人振奋的对于资本市场的可能应用。自组织临界状态始于对沙堆的研究（尤其是沙堆的稳定性）。IBM 沃森研究中心的格伦·赫尔德使用真正的沙堆作了实验。朴和陈则使用数学做这样的实验。在一个实验中，一次把一个沙粒投到一个圆的平坦表面上。如你所预期的，沙粒开始堆积起来，随着大量的沙粒不断地堆积，它们形成了一个锥体。偶尔，一个沙粒会引起一个小崩塌。随着沙堆越堆越高，崩塌越来越大，锥面的坡度也越来越高。在某一点，沙堆停止了增长，沙子开始溢出圆盘的边缘。在加上去的沙子的数量与跌落边缘的沙子的数量相等的这一点，沙堆达到了它的“临界状态”。从这一点开始，崩塌的大小会非常不同，从几粒沙子到大滑坡（灾变）。

奇怪的是，甚至大崩塌也不牵涉到大量的沙子。此外，锥体的坡度不会与临界状态的坡度偏离太远。崩塌的实际大小取决于被加上去的沙粒在它落下沙堆的路上碰到的沙粒的稳定性。加上去的沙粒也许会到达一个稳定位置，这样就没有滑坡；或者，它落到了一个不稳定的位置上并碰撞那些松散的沙粒，这些沙粒又碰撞别的沙粒。它们反过来也许会稳定、也许会碰撞其他不稳定的沙粒。朴和陈说：“沙堆会保持一个不变的高度和坡度，因为平均看，活动停止的概率会被活动分叉的概率所平衡。”换句话说，滑坡的概率与不滑坡的概率实质上是一样的。

在沙堆上有许多不稳定的区域，但临界状态是强健的，它很少变动。沙堆中稳定区域和不稳定区域的分布经常变化，但滑坡自身的统计特性在实质上保持不变。这一特性——在统计分布保持不变的同时，局部条件却处于持续的流变之中，是与分形统计学紧密相连的。在这个场合，滑下沙堆的沙子的数量不断变化。在这种数量的时间序列中，朴和陈说：“你会看到一个无规的信号，它具有所有持续期间的特征。”换句话说，不存在特征标度或周期性。这些信号被叫做“闪烁”噪声，或 1/f 噪声。f 是分形维，闪烁噪声就是分形噪声，而 1/f 与赫斯特指数有关。自组织临界状态在为地震和其他自然现象建立模型时很有用，因为自然现象倾向于总是处于临界状态。换句话说，它们是远离均衡的。对于沙堆来说，最稳定的形状不是锥体，而是均匀地铺开在平坦的表面上。然而，就像其他的自然系统一样，这个系统把自己平衡在稳定性的边缘，远离均衡状态。

自组织临界状态很有前途，因为它为复制分形统计学提供了一个物理模型。这将是一个未来的研究成果非常丰富的领域。

此外，与混沌不同，自组织临界状态提供了预测的希望。自组织系统是“弱混沌的”，这意味着它们处在混沌的边缘。它们的邻近轨迹按照一个幂律发散，而不是按照指数。这意味着弱混沌系统没有一个越过了它的预测就成为不可能的时间标度，这就提供了长期预测的可能性。这与第十三章所提出的资本市场的正的李雅普诺夫指数相抵触，但它仍旧是一个有前途的研究领域。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《华尔街股市投资经典》

【美国】詹姆斯·P·奥肖内西（1931~ ）

股票投资有两种主要的策略：主动型与被动型。主动型投资最为常见，也就是说，投资者试图通过购买他们认为优于其他股票的个股来实现不同风险水平上的收益最大化。通常，投资者投资一只股票的程序是大体类似的：对公司进行分析，与管理人员见面，和公司的顾客及竞争者谈话。考察该股票的历史趋势和当前的业绩预测，然后在此基础上决定该股票是否值得买入。

主动型投资者大体上可以分为两类：侧重成长性的投资者与侧重投资价值的投资者。选择何种股票在很大程度上取决于投资哲学。侧重成长性的投资者青睐那些销售额和盈利增长率超过平均水平的公司，他们期待这些公司在未来能继续实现高速的增长，因为一只典型的成长性股票，其盈利的走势一直是向上的。这一类投资者看重一家公司的潜质，并且相信股票价格将与公司的盈利一道上升。

侧重投资价值的投资者寻找那些当前市场价格大大低于其真实价值或清盘价值的股票。这一类投资者根据特定的因素（例如市盈率或股价对销售额比率）来确定股票价格是否低于内在价值。如果某只股票恰巧代表的基础资产价值一美元，而他们只需付出70美分就可以买进该股票，那么像这样的股票就是他们所要寻找的。这一类投资者看重一家公司的资产负债情况，并且相信股价最终将达到与其内在价值相当的水平。

在很多情况下，主动型投资者对上述两种策略进行某种综合，但不论如何，那些最成功的投资基金都具有清晰明确的投资策略。大多数共同基金，由专业人员管理的养老基金以及个人资金都采用主动型投资策略。

——引自《华尔街股市投资经典》



詹姆斯·P·奥肖内西被《巴伦》杂志称为“击败世界的人”和“统计怪杰”，《高收益》杂志则称其为“我们所遇见的最具有创见性的市场观察家之一”。他所著的《华尔街股市投资经典》一书曾荣登《纽约时报》和《商业周刊》畅销书排行榜，并广受金融界名人赞誉。

在诸多金融人的心目中，华尔街无疑是一个惊心动魄的词汇。华尔街的真实面貌究竟是怎么样的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《华尔街股市投资经典》一书第一次对华尔街上最流行的投资策略进行了长期研究。在该书出版之前，有关哪些投资策略在长期中收益较好，而哪些策略又表现不佳的情况，始终没有面向广大投资者的较全面的介绍。尽管出现许多短期性的研究，但对有关各种流行投资策略的长期业绩介绍的甚少，《华尔街股市投资经典》一书则提供了历史上第一次全面、正式的介绍。

《华尔街股市投资经典》一书讨论了各种各样的股票投资策略，比较了它们的表现，从而向读者展示了这些策略的优劣。奥肖内西是第一位进入标准普尔50年证券数据库的外行。他透彻的"数量压缩"表现出他极强的投资洞察力。该书运用了华尔街近45年的历史数据向投资者表明，在各种熟悉和不熟悉的分析指标和投资策略中，究竟哪些才是股票市场上最好的制胜之道。实践证明：运用经过时间考验的选股策略，投资者能够获得大大超过市场的收益水平。





《华尔街股市投资经典》一书的最大特点就在于通篇充满了实证的色彩，作者观点精当且言之有据，结论具有较高的实战应用价值。透过看似简单的证券投资策略，我们可以看到这位投资大师过人的智慧、扎实的理论功底以及对市场近乎崇拜般的信赖。这对走向成熟的中国证券市场和证券投资者来说，不无借鉴意义。

本书汇集、整理了从20世纪50年代初到1996年末美国股票市场的历史数据，作者詹姆斯·P·奥肖内西熟练地运用多种统计分析和数理分析方法对数据进行处理，对各种投资策略进行剖析，从中提炼出具有说服力的结论，还为普通投资者总结出简单易行的操作原则。

本书可以说是将严谨的科学分析与冷静的务实精神相结合的典型。根据40多年的研究经验，奥肖内西告诉我们投资者往往容易感情用事，而不是坚定不移地执行既定的方针；他们通常更欢迎生动有趣的"故事"，而不去关注枯燥无味的数据；另外一个人性的弱点是容易接受复杂华丽的所谓"原则"或规律，而忽略了真理简单朴实的特质。奥肖内西通过对美国股市长达45年数据的系统、深入分析，研究了各种股市投资策略的收益和风险，并在严谨的数学方法、翔实的计算与比较的基础上，总结出指导投资的原则和规律。他认为要想在股市投资中获胜，就必须做到：从对长期历史的总结中确定一种或几种行之有效的投资策略，然后坚定不移地按这些策略去做，并且在投资决策过程中考虑多种而不是一种策略。此外，奥肖内西还分析了股票投资过程中普遍存在的人性的弱点，阐明了这些弱点对于投资的害处以及克服的方法。尽管这些研究是以美国股市为分析对象，但它的结论具有相当普遍的指导意义。

《华尔街股市投资经典》一书中介绍了价格对现金流比率、价格对销售额比率等对于国内投资者还比较陌生的分析指标，给我们进行证券分析开阔了眼界、丰富了思路。更加难能可贵的是，奥肖内西以翔实的数据、严密的逻辑澄清了许多似是而非的观念、诸如"风险并不总是与收益相对称的"、"买入一年期盈利增长最慢的股票"等观点，对我们许多人来说足以产生振聋发聩的作用。

几乎每一位投资家和投资顾问都将"投资哲学"置于投资实践的首要位置，但能够精辟地概括并始终

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

坚持其投资哲学的却寥寥无几。奥肖内西在股票分析中坚持严谨的科学理性，其分析研究架构于事实和大量的历史数据之上，数量模型简单明了、易于操作。

同时作者有力地证明了股票市场的长期波动有规律可循，他一再强调在投资中保持“一贯性”非常重要，过快的变化、过多的复杂方法只会降低投资收益水平。

此外，奥肖内西在他的《华尔街股市投资经典》一书中还分析了股市中各种股票的利润。该书表明小盘股比其他投资运作得更好，几乎所有的高额回报都是在市场资本低于2500万美元的小盘股中被发现的。没有被发现的原因是由于共同基金会认为盘子太小无法投资，而一般投资者又很难找到。正如奥肖内西所说的：“小盘黑马股对每个人来说几乎都是可望而不可即的。”这种股票交易量很小，因而询价与收购价通常是分离的。这就是只有10%的投资者控制90%股份的一个实例。



一本给那些认为投资困难的人们的好书



在我的投资课上，很多人对“投资是执行计划的单调乏味的过程”这一观点心存疑虑，他们总想从投资高手那里获取更多的事实、数据和证明。但由于我不是投资技术专家，我无法提供他们学术性的证据，直到有一天我看到了一本关于投资的好书《华尔街股市投资经典》。

詹姆斯·P·奥肖内西的这本《华尔街股市投资经典》是送给那些认为投资是有风险、很复杂和危险的人的。同时，它也是那些自认为智胜一筹的投资者的最佳读物。这本书有学术性、数字性的证据阐明：在大多数情况下，被动、机械化的投资系统会打败由人组成的投资系统……即使是基金经理也不例外。这本书还阐释了十分之九的投资者赚不到钱的原因。



《华尔街股市投资经典》中的20条箴言名句

1. 学习投资首先是学习如何保护投资，少亏钱，而不是如何赚大钱。
2. 投资任何项目首先分析在最差的情况下，可能最大的损失是多大，如果事实上超出估计的最大损失时，如何处理。然后再来分析可能的回报，得出风险回报比。
3. 欲求高回报，就得冒高风险，但反之不然。若冒高风险，就一定有高回报，那就称不上高风险了。
4. 没有人可以长期成功地预测股市，但是股市却集中了投资人所有的智能往往是正确的。这是为什么股市作为政府经济领先指数的最重要组成部分。
5. 对股市大盘来说，所有的投资人都是“小卡”。譬如纽约股票交易所的每天平均成交量为四百五十亿美金，亿万富翁也像大海里的一滴水，世界上最大的投资人华伦布菲特的总资产都不及一天的平均交易量。
6. 股市是“我行我素”的，不管投资的期望、地位、声望、分析方法等等人为因素，它服一个定律——供需定律。
7. 个人对股票市场的观点对市场没有任何意义和影响。投资人应该是顺应市场，和市场抗争最后吃亏的只是投资人的钱。
8. 投资的最大的敌人就是恐惧和贪婪，对大多数的投资人来说，在应该恐惧(或小心)时而贪婪，却在应该乐观时而恐惧。
9. 人的本性是不愿意承认错误和丢面子，特别是经过自己潜心研究之后做出的决定，但是作为股市投资人，当所投资的股票表现和当时多决定的相反，就应该马上承认和改正错误。

著名对冲基金管理威廉姆斯想出一个好办法，既然承认错误是困难的，那么干脆在事先承认错误，因此他在其计算机的荧光屏上显明地写着“我的每一个投资决定都是错的”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

奥肖内西的这本畅销书题为《华尔街股市投资经典》，他在书中描述了两种不同类型的决策方法：

1. 经验型的分析方法或称直觉式分析方法。该方法以知识、经验和常识为基础。

2. 定量分析法或称精确统计法。这种方法以大量数据为基础，推导出各种关系。

奥肖内西发现，多数投资者在做出投资决策的过程中，偏爱直觉分析方法。在多数情况下，直觉分析法的投资者常常做出错误的决定，或败给几乎是纯机械的方法。奥肖内西引用《科学推理的局限性》一书的作者大卫·福斯特的一句话："人类的判断力远远小于我们所想象的。"

奥肖内西还写道："他们（包括基金经理人）之中的所有人认为自已有过人的洞察力、超凡的财商和选择有利可图股票的非凡能力，不过一般说来，80%的有利可图的股票是参考标准普尔 500 指数而选择出来的。"换言之，纯机械化的股票选择方式，胜过 80%的股票投资行家。这还意味着，即使你对选股一无所知，但只要你采用纯机械化的、非直觉型的投资分析方式，就可以让那些受过所谓良好训练和教育的投资行家们败下阵去。这就是富爸爸所说的："投资是机械化的呆板而简单的过程。"或者这样说，你想得越简单，冒的风险就越小，就越是高枕无忧，赚的钱也越多。

奥肖内西书中提到的另一些颇有趣味的观点是：

(1) 大部分投资者注重个人经验，而不太在意基础事实或基本利率。也就是说，他们重直觉而轻事实。

(2) 多数投资者偏爱复杂程序，而轻视简单程序。他们总有这样一种观念：不复杂不困难的程序算不上是好程序。

(3) 简单化是投资的最佳原则。谈到这方面时，他提及我们中的多数人不是将投资简单化而是："我们使投资变得愈加复杂，我们追风，热衷于股市小道消息，让冲动主宰了我们的决定。我们凭直觉和股市热点判断买进还是卖出，在缺乏内在的一致性和基本投资策略的情况下，我们进行着一笔笔失败的投资。"

(4) 他还指出，投资高手和一般投资者都会犯相同的错误。

奥肖内西写道："直觉投资者说他们每作一个决定，都要经过客观冷静的思考，但实际上，他们并没

当真的错误发生时，就没有这么痛苦地来承认错误了。

10. 地球引力对股市也适用，即股票上升时比较慢，下降比较快。

11. 牛顿第二定律（惯性）对股市也适用，即静止的东西趋于静止，运动的东西趋于运动。股市的动量可以用股价的变化和交易量变化来定量。

12. 就像树不会长到天上去一样，股票不会永远成长的。一旦成长型公司成长减慢，其股票价格一般会下降 72%。

13. 股票下降 50%和股票上升 50%不能划等号。股票下降 50%以后，要上升 100%才能回本。

14. 领导股市进入熊市的股票，往往不是领导股市进入一个新牛市的股票，因此抱着原来的所谓长期投资的股票，希望奇迹重新出现是徒劳的。

15. 公司的盈利和销售额成长是推动该公司股票成长的主要因素，公司的净资产、股息、本益比（或市盈率）等都是次要的。

16. 投资人在盘中应该多观察少决定，盘后研究后的决定不要受股市表现、分析师意见，券商的等级升降和媒体"名嘴"而左右。

17. 大盘的趋势对个股表现的影响力超出 50%以上，俗话说大盘弱势中无强股票。

18. 大盘强势中强股票更强，而等弱股转强时，可能是股市上升的尾声了。

19. 股票不是你的终身伴侣，因此千万不要对它产生感情，这样在"分手"时才不会依依不舍了，下不了决心。

20. 美国上市公司大约有 200 个行业类别，广泛观察所有所有的行业，不要局限于自己熟悉或者偏爱的行业，这样才不会"吊"死在一棵树上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有做到。"《财运和愚蠢》一书中有一句话是这样的："虽然直觉投资者的办公桌上堆满了分析透彻的调查报告，但最终能被选为退休基金经理的，还是那些投资高手主观上认为不错的人，即使这些人的表现并不出色，但只要他们之间的关系好，那么谋到这样一个职位是不在话下的。"

（5）投资成功的必由之路是：用心关注和研究投资的远期结果，努力找到一个或一系列有实际意义的投资方法及策略，然后在二者的指引下进行投资。我们必须明确在投资中策略的优越性和重要性，而不能只关注投资本身。

（6）历史总是在重演。人们总相信此刻与以往不同。人们相信现在不同于过去。时下，网络进入了市场，第三市场经纪人占据着市场，个体投资者被他们的基金经理取而代之，这些基金经理控制了大量的共同基金。有人认为，这些基金经理对投资有着不同的独到见解，同时人们相信，20 世纪五六十年代的投资策略用于未来的投资中，已没有多少新意和价值了。然而，自从牛顿这位伟大人物的"南洋贸易公司发财之梦"在 1720 年底化为泡影后，投资策略就没有太多的改变了。牛顿面对失败，只能仰天长叹："我能计算出天体的运动速度，却无法测量人们的愚昧程度。"

（7）奥肖内西并不是说投资一定要以标准普尔 500 指数作为参考标准。他仅是以此来说明直觉思维投资法和机械投资程序之间的相同之处。以标准普尔 500 指数作为参考来投资，并不是最好的程序，但不否认它的确对投资者有所帮助。在过去的 5 至 10 年中，大盘股是最好的。然而再往前 46 年的数据显示，当时买小盘股是明智之举，那些资本总数还不足 2500 万公司发行的小盘股，着实让投资者们大赚了一把。

由此我们总结出一个经验，你拥有的数据的年代越久远，你对投资的判断就越精确。从中，你可以发现在过去久远年代中应用得最好的投资方法。（罗伯特·清崎）



赚钱的原则

证券投资分析一般分为两大类：基本分析和技术分析，前者强调从公司的基本面着眼，根据一系列经营与财务数据判别股票的投资价值；后者则单纯从反映股价走势的各项技术指标出发，找出涨跌规律。与此相对应，华尔街的证券投资分析师们也划分成两大阵营：基本分析派和技术分析派。《华尔街股市投资经典》一书的作者无疑是笃信基本分析的专家。他搜集了美国跨度几十年的大量公司股票样本数据，根据需要精心归类整理，运用连贯一致的检验方法，证实了基本分析中具有一般性的观点。

《华尔街股市投资经典》一书所有的检验都使用标准普尔公司的 COMPUSTAT 数据库，它是有关美国股市情况的最大、最全面的数据库。在 COMPUSTAT 数据库的整个历史中，这是第一次允许外界的研究人员利用其数据。《华尔街股市投资经典》研究了各种流行投资策略在过去 45 年的收益业绩。

研究结果表明，大多数投资策略的业绩平平，有很多、尤其是在短期内对投资者有很大吸引力的策略，其收益率低于钉住标准普尔 500 指数这样一个简单的策略。本书还提供了证据，说明学术界所谓股票价格遵循"随机行走"的理论是不正确的。股票价格的波动不是没有节奏和原因的，事实上，股票市场很有规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

律，某些股票投资策略总能够得到很高的收益，而另一些策略总是表现平平。从这本书所收录的45年历史数据可以看出，股票市场的长期收益没有任何随机的成分。如果投资者能始终如一地运用经过时间检验的投资策略，理性、合理地选择股票，一定能实现大大超过市场平均水平的收益率。（佚　名）



击败世界的统计怪杰



詹姆斯·P·奥肖内西在明尼苏达州的圣保罗市出生并长大成人，在乔治敦大学外交服务学院学习国际经济学和商业外交，后又从明尼苏达大学获得经济学学位。詹姆斯·P·奥肖内西是奥肖内西资金管理公司的董事长兼首席执行官，该公司位于康涅狄格州的格林尼治，是一家著名的投资顾问公司。他同时还管理着四家奥肖内西投资基金，长期以来，一直被公认为美国重要的金融专家和股票数量分析方面的先驱。奥肖内西也是被允许使用标准普尔指数大量的历史经验数据的第一人，他利用这些资料研究了华尔街股市45年的历史。奥肖内西做这些研究的目的就是想回答一个问题：“在所有这些深受欢迎的投资策略中，长期来看，哪种策略最为有效？”

奥肖内西自己的投资策略简单来说，包括这样几点：购买售价比例低于1的股票；确定这些股票的市值要超过1.5亿；购买25~50只去年涨幅最大的股票；每年不断调整自己的投资组合，以符合上述标准。如果能做到上述几点，那么投资者就可以在退休之后还能生活富裕。他的投资策略在《华尔街日报》、《纽约时报》、《华盛顿邮报》、《金融时报》、英国的《每日邮报》、日本的《日经日报》等报纸，以及《新闻周刊》、《福布斯》等杂志上都介绍过，对投资者影响很大。奥肖内西的第一本书《向专家学投资》也是一本杰出著作，该书传授给投资者怎样向华尔街的投资大师学习用电脑炒股的经验。《向专家学投资》一书并不像其他的书那样，只是描述顶尖投资者成功的一般方法，而是把他们的成功策略归纳为最关键的几个参数，如果学会运用这些参数，就能挑选出最好的股票。在该书中，奥肖内西总结出一个循序渐进的方法来帮助投资者模仿成功投资者的交易原则，建立自己的计算机交易系统。此外，奥肖内西还介绍了怎样将成功投资者的不同投资策略的精华组合到一起，建立一个混合投资策略的方法，按照这个方法进行投资，就会比所有的投资大师都更能稳操胜券。《福布斯》杂志把《向专家学投资》形容为“令人敬畏”，并将其列为年度最佳金融书籍之一；《股票交易人年鉴》则将《向专家学投资》评为“1994年最佳投资书籍”。



第一章　股票投资策略：方法不同，目的相似



确定投资业绩

要证明某一股票组合的收益，从本质上说，是由决定这一组合的特征决定的，我们需要有类似COMPUSTAT系统这样的高速计算机和大型数据库。在计算机出现之前，要确定是哪一种策略对投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

具有本质影响几乎是不可能的。投资者可以考虑的因素（决定某一组合特征的指标，例如市盈率、股息率等）似乎是无穷无尽的。那时候，投资者所能做的也就是从最一般的层次上比较不同的投资组合。有时，甚至连职业投资经理也不知道决定其投资组合特征的本质因素到底是什么，他们只能依赖于一般性的描述和其他定性的指标。计算机的出现改变了这一切。现在，我们能够迅速地分析决定任何投资组合的因素，并且找出——如果存在的话——能识别收益良好的投资基金和策略的那些因素。有了计算机，我们还能利用过去很长时间期限中的历史数据对任意因素的组合进行检验，以便了解某一投资策略有可能在未来获得何种收益。

严格遵循既定策略是关键

如果运用以市值为基础的单因素模型考察投资策略的收益——例如上文提到的两个模型——则获得的结果将是类似的。但是如果我们改变一个投资组合的本质因素，使其与标准普尔 500 指数存在较大的不同——例如要求组合中股票的股价对销售额比率低于 1 或股息率高于某一水平——则我们可以预期这样一个投资组合的收益将与市场整体的收益率相当不同。从本质上说，投资标准普尔 500 指数的基金只不过是严格执行按股票市值选股（大盘股）这样一种投资策略的确定结构的组合。当然，按许多其他选股的标准投资可以获得好得多的回报。所谓确定结构的投资，是一种将主动型和被动型投资策略相结合的管理理念。它把买入和卖出的决策自动化，也就是说，一旦某一股票满足事先确定的标准，就买入，否则，就不买。在整个过程中没有个人的、感情的因素牵涉在内。要获得良好的投资回报，严格遵循既定的主动型投资策略是关键。传统的投资经理往往采用一种“碰运气”的方式管理投资，他们之所以无法实现超过简单投资策略的业绩，就是因为他们对既定策略的实施不够严格，而上述那些简单的策略则不会有所动摇。

让我们设想一下，假设道琼斯公司在 50 年代决定对道琼斯工业平均数进行修改，并将最具投资价值的股票而不是大盘工业股作为成分股，则今天的市场将会是什么样呢？如果当时道琼斯工业平均数的成分股数目被扩充至 50 只，并且每年将股价对销售额比率最低的 50 只股票选为成分股，则今天的“市场”指数将比目前的实际水平高出 4 倍！

始终一贯才能获得高收益

在为写作我的另一本书《向专家学投资》而进行的一次研究中，我发现收益最突出的投资经理们所具有的唯一共同点就是一贯性。并非我一个人得出了这种结论。在 70 年代，美国电报电话公司对其养老基金的经理人员所作的调查发现，成功投资所需要的最低限度条件是，要有一个标准较易确定、结构既定的决策过程，以及一种清晰明确、并且得到一贯遵循的投资哲学。温莎基金的约翰·内夫和麦格伦基金的彼得·林奇之所以成为传奇式的人物，就是因为他们能够坚忍不拔地遵循其投资策略，从而大获成功。

实践中确定结构的投资组合

很少有基金或投资经理能够在长期中坚持实施某一种投资策略而不变。当然也有例外，莱星顿优秀信托基金就是一个例子，它实践了上述确定结构投资的理念。这家信托基金成立于 1935 年，其宗旨是投资于 30 家当时在各自行业内位于主导地位的优秀公司股票。基金的组合是按股数加权的，即不论价格高低，对每一家公司均持有相同数量的股票。从 1935 年以来，有 7 家公司的股票被从组合中去除，另有两家公司发生了资产分立事件，从而目前该基金持有 25 只股票。这只单因素基金业绩出奇的好——自 1976 年 1 月 1 日至 1996 年 12 月 31 日，投资于该基金的 10000 美元增值至 197563 美元，相当于每年复合收益率 15.27%．既高于标准普尔 500 指数 14.91％的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

收益率，也高于90%按传统方式管理的基金的收益水平。此外，莱星顿基金的章程不允许根据各行业优秀公司的变化调整其投资组合。让我们设想，假设该基金能够购买微软或英特尔之类当今最优秀的公司，那其业绩又将如何，自是不言而喻了。事实上，如果允许某种确定结构的投资策略每年对组合进行调整，则其收益率将更高。例如前文提到的对道琼斯工业平均数进行修改的设想，采用这种策略，1976年1月1日投入10000美元，到1996年底将价值328964美元，相当于18.1%的年复合收益率。

本性难移

从道理上了解和在实践中做到是两件非常不同的事。正如歌德所说，“在理念的世界中，凡事取决于热情；而在现实世界中，凡事需要坚忍不拔。”尽管我们可能懂得应该做什么，但我们常常无法改变人性的弱点，不是遵循理智判断，而是感情用事。当有人问米哈依尔·戈尔巴乔夫为什么不顾理智的判断而采取了不智的行动时，他答道，“你的问题是一个学术问题，因为你的根据是抽象的理论。人们没有生活在抽象的理论之中的奢侈，而是生活在实际、感情化、有血有肉的现实世界中。”正是在这一有血有肉的现实世界中，种种问题出现了，不论是对普通投资者而言，还是对职业投资经理而言。让我们看一看这是为什么。



第二章 不可靠的专家：获得出色业绩的障碍

每一个人都会做出错误的决策，而不仅仅是华尔街的投资者们。会计师必须就一家公司的可信程度提出意见；大学管理人员必须决定接受哪些学生进入其研究生院；心理学家必须判断一位病人是患了神经病还是精神病；医生必须判断病人是否得了肝癌。还有更寻常、普通的例子：赛马场的赌注登记员要决定，给哪一匹马提供有利的条件，又给哪一匹马提供不利的条件。

所有这些都是需要专家提供意见、确定结果的领域。在我们的生活中，时时会发生这些行为，它们构成生活的基本内容。做出决策、预测结果的方式有两种，最普遍的是对一系列可能的结果进行比较，并且主要依靠个人的知识、经验和常识得出结论。这被称为分析式或直观式的决策方法。传统的主动型投资经理们就是使用这种方法选择投资对象的。他们可能会仔细研究一家公司的财务报表，与其管理人员见面，和公司的顾客及竞争者谈话，最终试图就公司的总体情况做出判断或预测。研究生院的管理人员可能考虑有关学生的一系列数据，从本科的平均成绩到面试的情况，以确定是否接受某位申请人。这一类判断过程依赖于决策人或预测人的敏锐性。

第二种做出判断的方式是所谓的计算式或定量分析方法。使用这种方法，预测人不做任何主观的判断，而是利用通过实证方法得出的数据与相应结果之间的关系来获得结论。这种方法完全依赖于运用大量数据求得的关系，类似于第一章提及的确定结构投资法。运用这种方法，研究生院的管理人员可以设计一种模型，以确定在本科平均成绩与研究生课程的成绩之间的关系，然后制定一个标准，仅仅录取那些本科平均成绩在该水平以上的学生。在几乎每一个领域，从股票分析到医生看病，我们很自然地倾向于使用定性、直观的方法。但是在大多数情况下，我们都错了。

人类的判断能力是有限的

大卫·福斯特在他具有创见性的著作《科学推理的局限性》中写道，“人类的判断能力比我们所想的还要有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

限得多。我们处理或理解复杂信息的能力之低微，是令人惊讶的。”福斯特对广泛领域中的专业人员作了研究，从医生对病人进行诊断，到专家根据学生的成绩对其未来事业成功与否做出预测，他的结论是，人类的判断始终不如简单的数学模型准确。与传统的投资经理一样，其他领域中的专业人员也无法胜过经过时间考验的公式，哪怕是对后者的被动使用。

另一位研究人员保罗·米尔在1954年的著作《分析预测与统计预测：理论分析及对相关研究的回顾》中，第一个对统计预测（类似确定结构的投资）和分析预测（类似直观、传统的方法）进行了全面的比较和研究。他回顾了20个将分析预测和统计预测进行比较、考察电休克疗法的效果、罪犯的累犯倾向等问题的研究，并且发现，在几乎每一个例子中，简单的数学模型都比人类的判断准确。例如在预测大学学习的成绩好坏时，一个仅仅根据高中平均成绩和某一能力测试结果做出预测的模型，比几所大学的录取工作人员更加准确。

罗宾·多斯在其著作《沙滩上的城堡：建立在错误认识之上的心理学和心理治疗》中，给了我们更多启示。他引用了另一位研究人员杰克·索耶的研究成果，后者回顾了45个将分析式预测与统计式预测进行比较的研究，并发现：没有一个研究认为分析、直观式方法——大多数人倾向于使用的方法——比统计方法优越。此外，索耶还提到这样一些例子，即人类专家比模型具有更多的信息，而且在做出预测之前就了解了定量模型所得出的结果，即使如此，人类专家仍然无法做出比模型更准确的预测。

心理研究人员L.R.戈德伯格的研究则更进一步。他根据“明尼苏达综合个性目录”（一种普遍用于区分精神病与神经病的个性测试的结果），设计了一个简单的模型以确定某位病人属于哪一类疾病。这一模型的准确率达到了70%。而任何人类专家都未能达到这一准确率水平，他们的最好成绩是67%，考虑到人类专家的准确率可以通过训练提高，戈德伯格向其人类专家提供了300份综合个性目录的档案及相关模型结果的准确率。即使在这一训练之后，仍然没有任何人类专家能够达到70%的准确率。



第16章 利用多因素模型提升投资业绩

迄今为止，我们只考虑单因素情形，比如低价售比或出色的相对强度。现在，我们将考察使用两种或两种以上的标准选购股票。使用多因素能够大大增强业绩或显著地降低风险，这取决于你的目标。让我们看一下增加因素如何能够提升从“全部股票”中选出的50只表现最佳股票的业绩吧。

增加价格因素

本·格雷厄姆说，任何对一只股票付超过其20倍价格的人在长期都将输钱。但如果我们从“全部股票”中除去高市盈率的股票，然后买50家最高盈利股，那么情形变得怎么样呢？取代购买相对强度最高的50只股票的做法，我们要求这些股票的市盈率处于0~20之间。这样，我们从“全部股票”中筛选出市盈率超过20或负市盈率的股票，然后购买一年股价升值最高的50只股票。

在1951年12月31日，如果将10000美元投资于“全部股票”中选出的50只与上年股价比升值最高的以及市盈率低于20的股票，你的投资在1996年底会达到22717709美元，比只投资于50只赢家股高出18604003美元！而且，这种二因素组合的标准差为24.61%，比50只赢家股的29.8%标准差要低。这种二因素策略的夏普指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

数为 65，相比之下“全部股票”中 50 只最佳股仅为 43。

该模型不仅仅增强了风险和收益，基本比率也升高了。“全部股票”中表现最佳且市盈率低于 20 的 50 只股票，其获利在 45 年中有 30 年高于“全部股票”，即 67％的时候是这样。长期看，结果更佳，这种策略在 41 个五年滚动期中有 35 个获利高于“全部股票”，在 36 个十年滚动期中，有 33 个的获利高于“全部股票”。长期成功比率达到 92%——这比单使用相对强度的策略要好。

加入低市盈率只是提升业绩的一个方法。其他因素也发挥作用。比方说，如果你从“全部股票”中抽出市账比低于 1 的股票再购买 50 只一年价格升值最高的，则在 1951 年 12 月 31 日进行的投资到 1996 年底会增长到 18626247 美元，年复合收益率为 18.21%。风险变得更低了，收益率的标准差为 23.95%。基本比率提高了，该策略在所研究的 45 个年头里有 33 年基本比率高于“全部股票”，在 42 个五年滚动期中 36 个高于“全部股票”，36 个十年滚动期中有 35 个高于“全部股票”，在十年滚动期中，97%的时间跑赢大市。

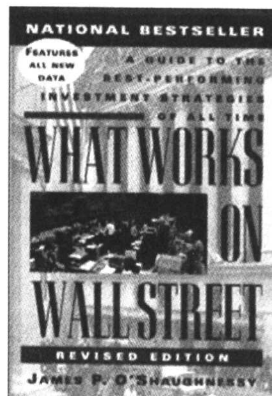


第 22 章　如何在你的股票投资中收获最大

投资者能从道家“无为”思想中学到很多东西。道家是中国的三大哲学（道、释、儒）之一，它们在过去几千年中指导了一代又一代的思想家。从字面上讲，“无为”的意思是通过‘不做’来‘做’，但在精神实质上，它是指让事物的发展顺其自然。不要做把圆钉敲入方洞的傻事，也不要聪明得过了头，老是想把圆的弄成方的。你应当做的是理解圆的本质，然后顺其自然地加以运用。在西方，与这一意思最为接近的是维根思坦的名言：“不要追求意义，要追求实用！”

对于投资者来讲，这就意味着让好的策略去发挥作用。不要再犹豫不决了，不要再自作聪明了，不要因为看上去简单而看不起它们。要理解你所使用的策略，然后让其自行发展。实际上这是最困难的地方。在我们作决定的时候几乎不可能不掺杂个人感情因素，但是在长期中跑赢大市的唯一方法就是保持心态平和。要一直遵循“奥克汉姆的剃刀”原则（这一原则表明，在大多数情况下，最简单的理论就是最好的）几乎是不可能的。

我们总是喜欢把简单的事情复杂化，而且有着从众心理，往往被某些热门股票的诱人前景所迷惑，让感情影响决定，按照小道消息和感觉来买卖股票，每次做出投资决定时的标准都与上一次不同，不遵循在内的一致性和连贯性，也没有一定的策略。所以毫不奇怪，标准普尔 500 指数在长期中的表现超过了 80%按传统方法经营管理的共同基金。



《华尔街股市投资经典》英文版封面

这里有一个道家的故事：一天，有个人站在瀑布下面的池塘旁边，看见一个老者在湍急的水流中上下翻腾。他赶快跑过去救，但等他到了的时候，那个老者已经爬上岸，一个人悠闲地走着，嘴里还哼着小曲。这个人很是奇怪，就冲上前去问老者，他生存的秘诀是什么。老者说，这并没有什么特别的。“我很小的时候就开始学习，长大以后又亲自实践。到现在，我已经有把握一定成功。我随着水流潜下去，然后又顺着它升上来，在水中顺其自然，浑然忘我。我能生存的唯一原因就是，不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

与水流的强大力量相对抗。”

市场就好比水一样，它总是会制服所有试图与之相对抗的人，而给那些遵循规律的人以丰厚的回报。但是游泳课还是得上的，你不能只是简单地跳进去，还需要遵守一定的规则。我们对过去45年的研究表明，要想在市场中表现良好，你必须接受以下的一些原则。

坚持运用策略

假如你仅仅因为某只股票的前景诱人就去购买它的话，那么你什么也得不到。在过去45年中，这些公司的股票往往是表现最差的。人们都在谈论它们，想持有它们。这些股票的市盈率、市账比和价售比常常涨上了天。在短期内，它们极具吸引力，但在长期中却是致命的。你必然避免它们，要坚持从整体策略而非单只股票的角度考虑问题。单个公司的数据是没有意义的，但它对人的影响却非常大。如果你不运用策略，一意孤行地投资于最热门的股票，那么在长期中的损失将是非常惨重的。假如你无论如何也无法坚持采用某种策略的话，不妨把大部分钱投入一只指数基金，然后少的投资于前景诱人的股票，这些钱就当做是花在娱乐上了吧。

只运用已经过长期考验的策略

当我在几年前开始检验各种策略的时候，我认为要判断一种策略是否有效，10年的时间就已经足够了。事实证明我是错误的。长期数据表明，要判断一种策略是否有效，最少需要25年，多于25年则更好。在长达15年的时间内，购买市账比高的股票都是看起来不错的策略，但是在整体的历史数据中则证明它是无效的。多年的数据有助于帮你更好地了解一种策略的优劣所在。如果你试图使用一种没有经过时间检验的策略，最终的结果将会是非常令人失望的。股票在变化，企业也在变化。但是它们作为一项好投资的内在原因却没有变化。只有时间才能说明谁是最好的。

投资者坚持一贯性

一贯性是众多优秀投资者的共同特征，这使得他们与其他人区别开来。如果你一贯地运用一种策略（即使它本身很一般），那么你将超过几乎所有不一贯的投资者，他们不停地入市、出市，在投资的过程中间更换策略，在作决定之前永远是犹豫不决的。要先实事求是地考虑你自己的风险承受能力，确定你的方针，然后就坚持下去。在开舞会的时候，你的故事可能不多，但在长期中，你将是最为成功的投资者之一。成功的投资并不是炼金术，它其实很简单，就是坚持不懈地运用经过了时间考验的策略，然后让它自己去慢慢发挥神奇的魔力。

坚持基本比率投资

基本比率是枯燥乏味的，但却非常值得去研究。对投资者而言，最有用的信息之一就是某种第一生产力超过大市几率有多高，以及超过了多少，但是真正利用这一信息人却很少。现在你有了这些数字，那么就用它们吧。

不要用最冒险的策略

运用风险最高的策略是没有意义的。它们将击垮你的意志，使你最终放弃，而且往往是在表现最糟糕的时候。真正有效的策略很多，因此要坚持集中投资于风险调整收益最高的策略。

坚持运用不止一种策略

除非你已快要退休，并且只在低风险的策略上投资，要不然就坚持按不同策略分散投资组合。在每种具体策略上投资多少取决于你风的险承受能力，但一定要有一些成长型股票和价值型股票，以防被华尔街上不可避免的投资风格变化所左右。将策略组合起来使用能使你的证券组合收益大大超过整体市场，而又不用承担更多的风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

险。

运用包含多个因素的模型

单因素模型表明，具有某些特征的策略会有高额回报，而具有另一些特征的策略则表现得很糟。然而，假如你在构建投资组合的时候考虑到多个因素的话，你的处境会好很多。收益会因之提高，而风险则会降低。在你投资于每一只股票之前，都应当通过多个因素的检验才行。

坚持一贯性

假如你没有时间构建自己的投资组合，而是想投资于共同基金的话，则应当选择那些投资风格连续一致的基金。许多基金经理打一枪换一个地方，凭直觉来选择股票。在他们的经营过程中，缺乏个人感情的约束机制，来保证好的想法能真正得以实现。他们的选择过多地基于期望而非经验。

你无法确知他们是在如何管理你的钱，也无从知晓他们过去的表现究竟是来自随心所欲地挑选呢，还是因为有着一贯的内在策略。

不要跟着他们去赌运气，应当购买那些严格、确实地采取策略的基金。基于自己的研究结果，我开了一家基金公司，即奥肖内西基金公司。该基金将几种表现最好的策略编制为策略指数，然后投资于符合相应选股标准的股票，这些标准是别的因素所无法替代的。

当研究进一步深入时，我希望能有其他一些从事投资的基金公司，它们也运用规模的、一贯在长期中表现良好的策略。如果你的基金经理没有清楚地描述他们的投资风格，那么一定要坚持让他们这样做。你的要求不应低于这一条。

股票市场不是随机的

最后需要指出的是，数据表明股票市场是有规律可循的。市场根本不是杂乱无章的，它总是给某些策略以高额回报，而同时却在惩罚另一些策略。正如本·格雷厄姆所要求的那样，我们现在已经知道了许多有着指定特征证券的历史表现。我们必须让历史指引自己今后的行动，只选那些经过时间考验，并且已证明是正确的策略。我们知道什么是有价值的，我们知道什么是华尔街最成功的策略，剩下的就只是实践了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《专业投机原理》

【美国】维克多·斯波朗迪（1952~ ）

人们称我为交易者，但这本书主要是为投机者与投资者而写——如果你了解这三项名词的差异，可以发现其中的矛盾。所以，首先让我做一件政客永远不曾做的事:界定我的用词。任何市场同时都存在三种价格的趋势:短期趋势，它可能持续数天至数个星期；中期趋势，它可能持续数个星期至数个月;长期趋势，它可能持续数个月至数年。在市场中，存在三种基本类型的参与者:交易者、投机者与投资者。

交易者的活动主要集中在盘中交易或短期趋势上。他们买卖股票、债券、商品或任何交易工具，时间框架都在数分钟至数星期之内。投机者专注于中期趋势，他们建立市场头寸，并持有一段大约数个星期至数个月的时间。投资者主要是考虑长期趋势，持有的头寸可以长达数个月至数年之久。

进一步讨论前，我希望表明我的立场。当我提及投机者时，我没有任何贬损的意思。当我使用这项名词时，它仅代表上述说明的意思：主要是参与中期趋势的市场玩家。根据我个人的看法，投机行为经常被赋予一种负面的涵义。一般来说，投机者被视为是炒作股票、房地产或其他交易工具的人。然而，事实上，所有市场的投机者都是根据中期的价格趋势，希望通过买、卖行为获利。投机者可以为市场提供不可或缺的流动性。在大多数情况下也可以促进金融资产的平顺转移，并通过资产配置让它们发挥最佳的功能。

——引自《专业投机原理》



被《巴伦》杂志誉为“华尔街的终结者”的维克多·斯波朗迪是华尔街的风云人物，做了 25 年的基金管理人，是兰德管理公司的投资管理人。这位《华尔街日报》等媒体一直关注的金融焦点人物，在华尔街创下了从 1978 年到 1989 年连续 12 年投资赢利的战绩。那么，他是如何做到长盛不衰的呢？其答案可以在 1992 年被《商业周刊》评为“年度最佳商业图书”的《专业投机原理》里面找到。

在自己所进行的每笔交易中，维克多都熟悉相关知识，他认为自己可以被称为：一位愿意投资的投机性交易者。他的投机方法，综合了胜算、市场与其交易工具、技术分析、统计概率、经济学、政治学、人类心理学以及哲学等各方面知识。1966~1976 年，维克多花费了 10 年时间掌握了相关知识，并将它们组织为系统性的理论。在 1974 年之前，他是根据普通常识、技术分析以及谨慎的风险管理进行交易。之后，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

开始学习如何由宏观的角度交易。如果金融交易有一个最致命的缺失，那便是根据单一的事件拟定投资或交易的决策——在不了解整体风险的情况下投入资金。若希望了解整体的风险，仅有一种方法：通过学习系统性的知识。《专业投机原理》一书系统地反映了维克多的投机哲学，除了通常的市场知识外，书中还包含了大量的心理学、经济学、政治学方面的知识，大大开阔了我们学习投机知识的视野。尤其值得一提的是，维克多对经济学、经济循环的本质有着深刻的认识，这使其能够把握宏观经济脉络，从容地进行投机活动。维克多这种宏观的投机视角，无疑是值得那些有志于成为中国未来的基金管理人的朋友们去借鉴和学习的。

《专业投机原理》一书在英语世界一直畅销不衰，并被翻译成多国文字出版。都铎投资公司的主管保罗·都铎·琼斯认为，维克多·斯波朗迪是他见到的最有天赋的投资管理人，他相信每一位投资经营者都能从维克多·斯波朗迪的书中学到有益的东西。





维克多·斯波朗迪在《专业投机原理》一书中谈到：大多数市场的投资者或投机者并不了解自己，投机最终被迫变成投资是这个市场经常看到的现象。在任何买卖过程中，如果搞不清自己是投机还是投资，其行为是相当愚蠢的，并可导致令人沮丧的失败。其实，不论投机或投资，其最终目标都是一样的：获取利润！

因此，维克多·斯波朗迪在《专业投机原理》一书中告诫投机者：如果希望获胜，你必须了解规则；另外，你必须愿意坐上赌桌，才可能有获胜的机会。赌博必须承担不利胜算的风险，投机是在掌握有利胜算的情况下才承担风险。输赢的关键是取决于如何管理胜算。

针对这一方面，《专业投机原理》主要界定了赌桌上需要的知识与规则，并使你经年累月地获取稳定的利润。除非你可以利用适当的计划将知识付诸执行，并按规则组织既定的计划，否则全世界的知识毫无用途。在金融市场中，这意味着：掌握相关的知识，界定操作的哲学，建立资金的管理方法，并严格遵守明确的规则，拟定每天的例行决策。根据本书所列观念，你可让资金发挥充分的功能，如果你能够严格执行相关的方法，你必然可以获利。

维克多·斯波朗迪认为，在金融市场上生存，有时需要耐心，有时需要信心，但耐心、信心不代表侥幸，不懂得止损的投机者，就输在侥幸上。侥幸是止损的天敌。止损是投机艺术的基本功。关于止损的内容，全都是建立在投机操作的基础上的，只是针对投机操作的阶段。真正的投资在操作阶段不需要止损。投资也有止损，但更多的时候叫止盈。投资的止损不同于投机的止损，投机的止损只相对于价格的变化；投资的止损相对于基本面的变化。止损的问题，实际上只是投机艺术操作的一部分。靠感觉在市场的操作将注定会失败。如果在任何一次交易里，你都能按某种客观原则进行交易，实际上已经比大多数人做得好了——已基本上成为一个市场专家了。根据原则思考，重点未必在于知道多少市场信息，而是在于知道内容的真实性与相关性。其实处理信息的关键在于：如何从每天无数的资料中抽取根本原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在神秘的投机世界里最核心的内容是交易的一致性。人们在市场中发生亏损，理由虽然很多，但有一项最严重、也是最容易触犯的错误，那就是证券交易策略的不一致性、不统一性。这项错误之所以产生，是因为人们在交易之前，并没有为自己设定一种前后一致的交易策略。就像《专业投机原理》中所讲的，绝大多数投资者在入市交易时未计划好到底是投资还是投机，投资短期内赚钱了就改为投机，投机如果套住了就索性改为长期投资。

斯波朗迪一直认为保护本金及健康的连续性的交易情绪就像保护自己的生命一样，如果出师不利，以后就会大受其影响，斯波朗迪指的是在精神上的。假设斯波朗迪顶多只接受 1：3 的风险 / 报酬的比率，即使每三笔交易仅有一次获利，他的收入仍然相当可观。换言之，如果每笔交易可能的报酬至少是客观可衡量之潜在损失的三倍，长期下来，便可以维持一致的获利能力。这就是职业金融机构市场投机的本金管理方法。



好书改变命运

经典导读 JINGDIANDAODU

多年以后，我肯定能记起第一次研究《专业投机原理》的那个遥远下午。我躺在软绵绵的床上，阳光柔和地印在书的左上角。我把眼睛瞪得很大，生怕漏掉一个字。在我看来，其中任何一个字都有鲜活而特殊的意义。直到后来，我才知道那个时候我的潜意识已经喜欢上了这本书。

在看此书之前，我从来不晓得在市场中我算做什么。我管自己叫“小散户”。直到现在我不敢称自己为“专业投机者”，不过可以轻松地叫做“交易员”。这个概念当然源自该书。作者清楚地解释了在市场面前，我们究竟扮演着什么角色。

维克多·斯波朗迪在该书中讲述了自己的交易生涯。从他儿童时代的英雄梦想，青年时代的赌徒经历，直到后来成为的市场专家“操盘手维克多”，我们可以清晰地看到他的成长历程。对于胜利的渴望使他不断地接近市场，他知道如何重点思考，并且他有自己一致性成功的事业经营哲学，一套出色的资金管理系统。他提出的问题很多，解决起来却清晰明了。

《专业投机原理》一书关键之处在于对于道氏理论的解释与研究。道氏理论是技术分析的起源，所以对道氏理论的理解是考验所有技术分析人员的一门课程。维克多·斯波朗迪向读者清晰地说明了道氏理论的三个假设和五个定理。我在反复阅读两遍后，对于道氏理论有了更深刻的认识。显然作者的理解很深入，在讲解五个定理中，他用统计学详细地解释了道琼斯工业指数和铁路指数的空头市场与多头市场的统计数字和市场各个时期的详细特征，并且对于最难解释的次级折返走势做了一定的总结，比如作者认为次级修正走势约为前一个主要走势波段的 1/3 至 2/3 阶段时持续的时间在 3 个星期至 3 个月之间，并且解释了次级折返走势与小型折返走势的区别。读过该内容，我再也不会因为看到混乱而精致的价格走势图而头痛。一切变得简单明了，市场处于何种状态，我可以清晰地看出来。这要感谢维克多的讲解。

基于对道氏理论理解的深入，维克多对于趋势的理解也很在行。对于上升趋势、下降趋势的概念，造

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成趋势变动的一些原因这方面的大量文字解释后，给读者带来一项最完美的意识冲击。他手把手地教给读者一个单纯且独特的图形系统。对于趋势线的精确讲解更是精彩绝伦。虽然趋势线是判断趋势变动的辅助性工具，可是在此之前我也无法正确地画对趋势线，正确找到趋势的变动过程，我甚至无法了解趋势的运行方式。可是作者对于趋势的变动总结出简单的 1-2-3 准则，并且作了图表的说明，让读者有种豁然开朗的感觉。当然，这需要读者多阅读几遍，特别是对于高点与低点的正确选择都有一定的讲究。作者通过交易心理的研究，进一步讲述了第二种趋势变动的法则——2B 法则，并且说明了短中期 2B 法则的一般情形，最后利用道琼斯工业指数再次说明 2B 法则的市场实效性。

《专业投机原理》一书在重点讲解趋势后，维克多又继续讲解了一些经典技术分析指标如移动平均线、相对强度、动能指标的应用，并且结合市场解释了它们的含义，可以说简单明了地说明了它们的辅助作用。作者不光重视技术分析的研究，他同时给读者讲解了经济学的一些基础内容和股市指数与市场经济的一些联系，并且根据美国的货币与财政政策来解释趋势的变动，从中也可以了解到作者对于市场的分析角度之广让人佩服。开始的时候，作者讲过资金管理对于一致性获利的重要性。所以在第 11 章他再次讲解了衡量风险与管理资金。这也是我比较喜欢的一章内容。很多交易员不太了解具体的资金管理方式，有些人也许简单地认为就是仓位的控制。作者在这里展示了更多的内容，这也是他在管理基金时候的方法。可见这章内容多么重要。他用统计学的概率联系到趋势变动的可能性，对于一笔交易作概率的分析，并且仔细讲解了这种概率与资金分配的关系问题，而且教会读者以胜算管理配置资本。就是我常常提起的风险 / 报酬比率，这个比率的意义在于告诉你最大的可能损失与你潜在的获利比率。交易心理控制不当是众多交易员失败的原因。维克多在 1980 年训练的 38 位交易员中最后能够获利的只有 5 个人。他们都掌握了所有的技术分析方法，并且对于市场的研究也很深入，他们了解市场却不了解自己。这就是交易员失败的原因，也是为什么大多数人失败的原因。维克多几乎用浅显的语言讲述了心理学的一些基本内容。无论是对于情绪的控制还是潜意识的培养，维克多提出的观点使部分交易员最终下定决心建立心理交易系统。如果你自认为熟悉技术分析却常常亏损，那么这一章的内容你必须仔细地研究。

通观《专业投机原理》一书，它综合了技术分析、经济分析和重要的交易心理研究内容，重点讲解了交易的种种方法和交易员容易发生的错误。假如你对技术分析了解不深，那么看过本书后一定会颠覆你以前学过的东西。你将会上升到新的层级，对于趋势理解得更加深入，你的一致性获利能力也会不断提高。你将更接近市场，并且通过自己的交易系统获得成功。维克多一直在追寻个人自由。看过本书的读者也将对未来充满期待，不断地追寻自由。（佚　名）



“华尔街终结者”的投机箴言

最近几天，在看维克多·斯波朗迪所著的《专业投机原理》。刚刚读了一小半，领悟不多，但却已经产生了类似前一段时间读巴菲特著作时产生的冲动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这两本书是截然不同的，无论是投资理念还是具体的操作方法，甚至可以说是恰好相对立的。巴菲特是从公司的财务报表出发，寻找价值低估的股票，买入并长期持有；维克多则是从赌博胜率的角度出发，运用多种技术工具，进行专业的投机。无论他们俩的具体操作技巧有多大的差别，巴菲特和维克多都取得了巨大的成功。如果说巴菲特的成功代表了“投资者”的荣耀，那么维克多的成功则为“投机者”大大争了一口气。从这两个成功者的身上，我们似乎可以得到一个结论：在资本市场上，要获得成功，关键不在于你用什么方法，而在于你是否精通你所使用的方法。

在投身资本市场之前，维克多是一个玩牌的高手，也是一个赌博的高手。所以，他十分重视“胜率”的概念。他所强调的“投机艺术”是：“胜算”、“游戏规则”、“不被淘汰”、“纪律”等几个要素。“胜算”被他放在第一位。“纪律”也是中外高手们的共通之处，更有人将之称为“铁血纪律”。维克多说：“在交易中不能控制自己情绪的人，将会付出惨重的代价。”

其实，对于常识和技术分析，只要有一定市场操盘经验的人都会，只是后面那个谨慎的风险管理可能好多人需要专门加强一下。维克多认为：在拟定交易决策时，你必须绝对相信自己正确。你应该像“永远不会错的神奇操盘手一样下单”。但是，这种骄傲的感觉只限于你下单之时，当你发现自己正在犯错误的时候，你就应立即改正。

维克多提出一个“鳄鱼原则”：万一被鳄鱼咬住了脚，你唯一的机会，便是牺牲那一只脚。如果你不甘心，挣扎的时间越长，鳄鱼咬的面积就越大，直至把你整个吞下。这种形容很恐怖，但却非常形象。在我看的很多国外基金经理的访谈录中，他们都有一个共同的地方：非常重视止损。不会止损的人，很容易被市场消灭掉。

还有一个现象引起我的好奇：包括维克多在内的许多中外技术高手，都对道氏理论十分佩服并专门做过深人的研究。维克多有一段时间，非常认真地研究道氏理论，并根据道氏理论关于“势”的原理，统计出历史上的短期、中期、长期趋势的幅度和时间，然后将之简化成交易格式。他根据统计对空头市场和多头市场所做出的总结，对于我们理解中国的市场，也有一定的启发意义。他对牛市中的中级调整的统计结论是：调整幅度为33%~66%，时间为三星期至三个月，相对于主要趋势，它是暴跌。回头看看我们中国股市多次的大调整，相信一定有所启发。

维克多进行市场预测的方法是“结合技术分析、统计方法和经济基本面三种因素进行预测”。看起来很简单，很多人也都常用这三种方式，但很少人能准确地预测。其实，“不在于你知道多少，而在于你知道的内容的真实性和相关性”。这就是“重点思考原则”。大家看的都是同样的技术图形、同样的统计数字，面临的是同样的经济基本面，为何维克多能看清方向，而你看不出来？推理过程不同，结论自然就不同。区别在于推理过程。

“了解管理层对市场既定或潜在的干预态度，对投机成败绝对重要”。这个道理，相信中国的投资者深有体会，无须多言了。（单靖华）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

华尔街的终结者



维克多·斯波朗迪是专业证券操盘手，他虽然只有中学学历，却是白手自学起家的典型。他除了喜好阅读有关金融市场的书籍，也广泛涉猎经济、心理、哲学等领域，将理论与实务融为一体，实为华尔街的异类人物，值得投资人推崇景仰。维克多·斯波朗迪在少年时，曾靠玩扑克牌“21点”挣生活费。在开始玩扑克牌前他把能够找到的每一本有关扑克的书都读了，很快就了解到玩牌要赢就要处理好成功的机会，记住每种重要的牌型组合的可能性，对自己有利的机会下大注，对自己不利的时候放弃。虽然牌玩得好，但维克多·斯波朗迪认识到职业玩牌人不是他的理想。1965年的一天，维克多偶然间翻阅《纽约时报》的就业版时发现生物学家、物理学家与证券交易员的收入最高——每年2万5千美元！于是他决定前往华尔街。

维克多最初在珀欣公司担任报价的工作，在工作中他开始观察金融领域内的成功操作技巧，阅读《华尔街日报》以及任何与金融市场相关的书籍，并练习看盘，记忆许多不同股票的最近价位。6个月后，他转至“史坦普”担任统计方面的工作。此处的待遇虽然较高，但由于每天都要花费数小时登录与调整数据，这项工作并不适合维克多的个性，他因出错而被解雇。

由于在珀欣公司工作期间，维克多利用晚上时间到皇后学院进修了经济学与财务学，很快他找到另一份工作。1966年底，他来到莱曼兄弟公司，负责整理账目与交易记录。莱曼兄弟公司是一家主要的投资银行，它在许多投资中累积了庞大资产。在这里维克多有机会实际观察投资银行的作业情况，并了解这家世界上最大的市场参与者之一是如何操作股票与选择权的投资组合。于是，他逐渐明白选择权的运作方式，并因此成为选择权会计账的专家。

维克多在莱曼兄弟公司工作的同时，仍继续研究，熟记纽约股票交易所挂牌交易的1458只股票代号。在1968年，向法勒·施米特公司应征工作时，他将这方面的技巧展示给负责应征的里基·伯格曼。里基·伯格曼对其极为赏识，维克多由此开始了自己的交易生涯。在法勒·施米特公司他担任中介选择权的工作，每撮合一个合约可以赚取固定的佣金，在积累了一定的经验之后，为了追求更大的独立交易空间，他离开法勒·施米特公司，前往美国选择权公司，以撮合选择权的价差抽取固定百分率的佣金。

维克多进入美国选择权公司6个月后的佣金收入已经累计至5万美元，而当时该公司副总裁每年的薪水仅有2.5万美元，而且其他选择权交易员的年收入约为1.2万美元至1.5万美元之间。就在公司的主管准备给他增加薪水时，他开始寻找另一个更适当的猎场，而后来他意识到唯有自行创业才能赚取更多的利润。于是，他找到一位提供资金的合伙人，并聘用一些华尔街最棒的交易员，在1971年成立了雷纳选择权公司。他以非常前卫的方式经营选择权业务，使雷纳选择权公司成为第一家提供明确报价与保证交割的经纪商。1973年，由于芝加哥选择权交易所将选择权的合约规格标准化，因此，雷纳选择权公司丧失了竞争优势。而后1975年的七八月间，维克多的主要合伙人交易了一笔非常庞大的头寸并造成严重亏损，雷纳选择权公司被迫重组。

之后，维克多利用所有空闲时间研究市场历史，建立起预测市场行为的根本观念，并形成了自己的交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

易方法。1982 年 9 月，维克多管理的公司账户当月获利 88 万美元。这个月份的巨额获利来自于一个行情预测，而这项预测直接引用了他在 1974 年至 1976 年之间发展的统计方法与知识。此后，他不断在实践中完善自己的交易方法。

1978 年 3 月至 1986 年 9 月间，维克多成为一位独立作业的承包人。在这段期间，他交易股票、债券、期货（包括商品与指数）以及各种选择权，他每年平均收入 60 万美元，其中包括他个人的账户，以及在“50-50 盈 / 亏均摊”的基础上与国际证券公司和少数其他金融机构合作。1986 年 9 月国际证券公司决定将公司股票上市，并解散交易部门，维克多离开国际证券公司，并于 1986 年 10 月成立自己的办公室，继续积极交易。在 1988 年 1 月，维克多成立了一家基金管理公司——兰德管理公司，这是他目前交易的场所。



第 12 章　让你发生亏损的方法至少有 50 种



交易守则与其背后的理由

许多人误以为市场行为是完全可以预测的。绝对不是如此。在市场中交易，这是一场有关胜算的游戏，目标是要永远掌握胜算。犹如任何有关胜算的游戏一样，为了赢取胜利，你必须了解并遵守规则。然而，交易守则有一项最大的不同，它最主要功能是克制你的情绪。假定你已经具备建立头寸的必要知识，其中最困难的部分是以正确的方法执行交易。这便是交易守则的功能。

市场行为会受到太多变数的影响。只要些微心理的冲动，你便可能扭曲它们；只需要些许的借口，你便可能承担不必要的风险，或过早获利了结。

最近，在一笔 S&P500 的期货交易中，我在开盘后 10 分钟进场卖空，并在盘中高点的上方 5 档设定停损。随后 30 分钟，价格下滑至我进场点的下方 10 档左右，然后盘势似乎有反弹的征兆。虽然我没有看到任何明确的回补信号，但我在情绪上不希望这些微薄的利润转为损失，于是我让助理帮我回补，赚取 10 档的利润（每口合约 250 美元）。大约 15 分钟之后，行情重挫 2 大点（1 大点为 20 档，相当于每口合约 500 美元）。如果我遵照守则交易，我的获利可以增加 4 倍。我当时的想法是，“行情看起来好像要反弹，我最好趁早获利了结。”然而，这实际上仅是借口而已，它掩饰我担心在这笔交易中犯错的恐惧感。事实上，价格确实稍微反弹，但从来没有接近我的停损——原来准备让市场证明我错误的价位。

交易守则的宗旨，是在人性的许可范围内，尽量以客观而一致的态度交易。如果没有交易守则，你的愿望可能主导交易决策，在市场交易中，你的愿望十之八九无法实现。本章的目的是介绍一些重要的交易守则，并说明它们背后的理由。另外，我还会列举一些人们很少谈论的亏损原因。

交易守则

守则 1：根据计划进行交易，并严格遵守计划。

在任何交易之前，你务必要知道自己的目标，以及打算如何达成目标。这不仅代表你必须了解风险 / 报酬的关系，而且还必须界定市场可能发生的所有状况，并拟定相关的对策。换言之，在任何交易之前，你必须知道每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一种可能发生的结果。在交易的过程中，思绪混淆是你最大的敌人，它会造成你的愤怒与情绪激动。根据定义，思绪混淆来自于无知，不了解当时的情况究竟是怎么回事，不知道如何反应。

拟定交易计划时，首先必须决定你的时间结构。换言之，必须决定你的头寸是属于当日冲销的交易（头寸的建立与结束都在同一天之内）、短期交易（持有数天至数个星期）、中期投机（持有数个星期至数个月）、长期投资（持有数个月至数年）。

上述决定可以让你了解应该专注于什么趋势，以及如何根据相关趋势设定停损（参考守则 3）。一旦决定之后，你可以考虑所有可能的价格发展情节，并拟定每一情节的反应对策。特定而言，你应该如何设定停损、在何处设定获利了结的目标价位、在何处追加头寸……。

当然，有时候还是会发生你全然无法控制的混淆——50 种发生亏损的方法。例如，某一天，我还在州际证券的时候，我做了 40 多种股票，每种大约 2000 股。我还持有股价指数的买进选择权，以及指数期货。我全心全意交易之际，突然一片黑暗。

不是，没有疯子闯进来拿锤子敲我的脑袋。停电了！我们虽然有自动供电系统，当时也不灵光。另外，电话线也和供电系统混在一起，所以连电话也不通。

当时，我通过数个不同的经纪人与几个交易所交易，我完全不知道市场的行情发展。所以，我急忙冲出办公室，顺着楼梯下楼，沿路摸索口袋里的铜板准备打电话。我甚至不知道交易所的电话号码，因为办公室的电话都是直接与交易所连线。

最后，我来到路旁公用电话亭，仓皇地了结我的头寸。我还得打询问台请服务人员帮我查芝加哥 S&P500 期货交易池电话号码，你可以想象我当时的狼狈状。现在回想起来蛮有趣，但当时真是不知所措。而且，根据“墨菲定律”，市场出现一波不利于我头寸的行情。这是你无法控制的混淆，所以你或许应该准备两套自动供电系统。

守则 2：顺势交易，“趋势是你的朋友”。

这可能是大家最耳熟能详的交易法则。这看起来虽然很简单，你却很容易违背。记住，趋势总共有三种——短期、中期与长期。每一种趋势都不断变动，任何一种趋势的方向都可能与另两种相反。短期趋势最经常发生变动，程度也最剧烈；其次是中期趋势。

务必知道你是根据什么趋势交易，并了解它与另两种趋势的相关性。运用 1-2-3 趋势变动的准则，判断趋势反转的价位。价格触及反转价位时——立即出场！另外，你也应该留意 2B 模式与其他技术指标，尽可能预先掌握趋势可能反转的信号。

守则 3：在许可的范围内，尽可能地来用停损单。

建交头寸之前，你应该预先决定市场证明你判断错误的价位。对于许多交易者来说，行情触及预定价位时，认赔出场是最困难的动作之一。你可以利用停损单减少这方面的困扰。行情触停报价位时，停损单会自动转变为市价单。

如果你的交易量很大，你仅能使用心理停损。如果你预先递入一张大量的停损单，场内交易员会想尽办法触发你的停损。

所以，建立一个头寸时，应该递入第二张交易指令，在停损价位上了结你的头寸。确实的运作方法，取决于你以何种趋势交易。一般来说，停损单的效力仅及于递单当日收盘为止。可是，你可以在停损单附上一个但书

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“取消前有效”，这张交易指令在你取消前都有效。

事实上，传达任何交易指令时，必须留意措辞，不可引起误解。我的好朋友约翰·马利，也是一位交易员，他告诉我有些人会下达含意不清的指令，例如：“以市价帮我卖出500股IBM”也可能解释为“以市价卖我500股IBM”，所以，约翰回答：“嗯……卖我？你是说你要买进，你要我卖你500股IBM?”当然，客户会不耐烦地说：“不，不，不，我要卖出!”

约翰的态度是正确的。当你买进“卖权选择权”时，你是做空。当你卖出“卖权选择权”时，你是做多。“以市价帮我弄个10口12月份的S&P”，意思显然不清楚。措辞须明确，尤其是当你以市价下单的时候，务必清楚表达你的意思，也务必确定经纪人没有误解。

守则4：一旦心存怀疑，立即出场!

以另一个方式来说，评估自己的头寸时，你持有的每一个多头头寸，今天都应该是个买进机会；你持有的每一个空头头寸，今天都应该是个卖出机会。换言之，如果你不具备信心，绝对不应该建立头寸。

投入自己的资金，有些许的恐惧或忧虑，这是很自然的现象，并不代表每当你有些微怀疑时，便应该结束头寸。然而，情况开始发生变化而胜算不断减少，怀疑与不确定感始终环绕在你的心头，则应该结束头寸。

这项交易法则还有另外一层意义。恐惧与有根据的怀疑，两者之间存在明显的界线。这听起来或许有些令人混淆，但如果每建立交易头寸，你便心存不确定感与怀疑，则你应该离开市场！如果你对于交易不具备信心——至少在大多数时候——你根本不适合从事交易。习惯性的恐惧与怀疑，将严重伤害你的生理、情绪与财务状况，这没有什么值得羞耻之处；这只是一种不适合交易的个性。

避免产生怀疑的最佳方法，是尽可能掌握所有的相关信息。某些情况下，这甚至还不够。

我曾经听过一段故事，一位大富翁与一位公司并购的分析师相互配合，两个人的合作一向都很顺利。有一次，分析师提出几只可能可以买进的股票，其中包括NORTHWEST AIRLINES与CESSNA在内，它们都是当时的潜在并购股票。某天，这位富翁接到分析师的电话说：“我刚接到消息，已经开始发动了。买进飞机。”
这位富翁于是以每股60美元的价格买进40万股的“西北航空”，总金额是2400万美元；隔天，价跌至59美元；接着又跌至58美元。于是，富翁打电话给分析师。

“怎么回事，你不是说这笔交易已经发动了吗?”

分析师当时很忙，“是的，是的，还在进行中……没问题……一定涨。”然后便把电话挂断了。

隔了两天，股价跌至55美元，富翁又打电话。这次分析师并不忙。

富翁问道：“什么时候会宣布?”

“后天。”

“什么价格?”富翁也有些困惑。

“市价以上。”

“那我就不懂了，”富翁说，“价格已经跌5美元，现在是55美元。”

分析师非常讶异：“55美元！你什么意思。CESSNA目前的价位是24美元!”

“CESSNA……CESSNA!”

“没错，CESSNA，我叫你买进飞机!”分析师非常震惊的说道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

富翁说道："但西北航空也会飞啊！"

这位富翁立即了结他的头寸，亏损 200 万美元。在整个过程中，他的怀疑都是有根据的。多了一个故事可以验证这项交易法则："一旦心存怀疑，立即出场！"

守则 5：务必要有耐心，不可过度扩张交易。

弗兰克·乔曾经说过，任何市场每年通常有三至五个交易良机，包括个股在内。弗兰克是一位投机者，他主要是以中期趋势交易。然而，他的评论基本上适用于每一种趋势。如果你愿意的话，你可以投掷铜板决定"正面做多，反面卖空"，每天从事一百笔交易。可是，如果你这么做，就必须全凭运气了。

如果希望取得稳定的获利，必须观察你有兴趣的市场。建立头寸之前，你必须尽可能掌握有利的因素。以 S&P500 期货的当日冲销为例，每天通常有二、三次交易的好机会，有时候却一次也没有。

每一种市场指数、个股与商品，都有其独特的步调、韵律与性质。唯有你熟悉市场的情况时，才可以考虑交易，而且你必须等待适当的机会：如果你判断正确，获利潜能很高；如果你判断错误，则损失有限。耐心地留意观察，当你掌握有利的胜算时，断然采取行动。

就另一个层面来说，如果你仅是交易自己的账户，而且交易的时间结构很短，则应该把股票的种类局限在十种以内；就期货交易而言，则应该把商品的种类局限在五种以内。最重要的理由仅是单纯的注意力问题。你可以记住多少电话号码？或许十个、八个。所以，如果记忆电话号码有所困难，则你也很难同时留意十个以上的交易头寸。了解自己的头寸，注意相关的行情发展，这是交易成功的必要条件。对于大多数人而言，同时考虑五种不同的事物，已经是严苛的挑战了。

守则 6：迅速认赔，让获利头寸持续发展。

在所有的交易守则中，这是最重要、最常被引述、也最常被违反的一条守则。

市场就像是法庭，你是被告——被证明为有罪以前，你是清白的。换言之，从事一笔交易时，你必须假定：被证明为错误以前，你是正确的。价格触及你的停损点或你选定的心理出场价位时，市场便已经证明你为错误，这是"最高法院"的判决——不能继续上诉，你已经没有自由行动的权利，你必须出场。

你的判断正确时，必须"让自由主宰一切"！如果你是根据 1：3 的风险／报酬比率交易，一般来说，每一次的获利可以抵上三次的损失。但对于守则 7 来说这是例外。

就某一层面的意义来说，守则 6 是前 5 条守则的总结。如果你有交易计划，你了解何时应该获利了结，何时应该加码，何时应该出场。如果你顺势交易，你允许的损失将由趋势变动准则来客观界定。如果你对于交易有信心，你不太可能过早获利了结。如果你不过度扩张交易，你不仅可以减少损失，而且更可能掌握真正的机会。如果你确实了解"迅速认赔，让获利头寸持续发展"，你至少可以把四条守则合并为一条，相当经济！

守则 7：不可让获利头寸演变为亏损。或者，尽可能持有必然获利的头寸。

这相当困难，因为你必须根据自己的交易结构界定"获利"。为了便于说明起见，假定你是根据 1：3 的风险／报酬比率交易。如果价格朝有利方向发展，而风险／报酬比率成为 1：2（这是指价格已经更接近目标价位，而且距离下档的停损较远，所以这项比率降低），守则 6 要求你让获利头寸持续发展。然而，如果价格趋势突然反转，你最后被停损出场，你又违反守则 7！你应该怎么办？

我建议每当风险／报酬比率成为 1：2 时，你应该将停损点（或心理出场点）调整至成本之上，而持有必然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

获利的头寸。就某个角度来说，这个头寸的风险／报酬比率已经是 0。你只可能获利而不可能损失。如果价格持续朝有利方向发展，并到达当初目标价格，则了结 1/3 或 1/2 的获利，并调高停损。如果价格仍朝有利方向发展，则继续调高停损。如果你是以长期趋势交易，甚至可以在适当的价位扩大头寸的规模，当然这必须考虑你交易的市场性质。

守则 8：在弱势中买进，在强势中卖出。应该以买进的意愿来同等对待卖出。

这条守则主要是适用于投机与投资行为，但也可以适用于短期交易。它是守则 2——顺势交易——的辅助定理。如果你以中期趋势投机，提升获利潜能的方法是在小涨势中卖出，在小跌势中买进。如果你是以长期趋势投资，则应该在空头市场的中期涨势中卖出，在多头市场的中期跌势中买进。

不论在中期或长期趋势中，上述的原理也适用于扩充已获利的头寸。在理想的状况下，你当然希望在空头市场的小涨势高点附近投机卖空，在多头市场的小跌势低点附近投机买进；并在空头市场的中期涨势高点附近投机卖空，在多头市场的中期跌势低点附近投资买进。在许多情况下，2B 准则非常适用这项策略。

许多市场参与者都有明显的多头或空头倾向，而且仅愿意做多或做空。事实上，许多市场参与者把做空行情视为瘟疫，避之犹恐不及。这是严重的错误，完全违背市场的性质。如果“趋势是你的朋友”，则双向运作是维持友谊的最佳方式。任何精练的多头玩家，也必然具备做空的知识——他仅需要做反向的推理。在做空行情方面，获利的速度通常较快，因为下跌走势总是快于上涨。

守则 9：在多头市场的初期阶段，应该扮演投资者的角色。在多头市场的后期与空头市场中，应该扮演投机者的角色。

投资者只追求长期的报酬与（或）资本的所得流量。投资者主要是关心盈余、股息与净值的上升。

另一方面，投机者主要是关心价格走势，以及如何根据价格走势获利。由风险／报酬的观点来看，投资最适当的时机是在多头市场的初级阶段，因为不论由任何的基本角度观察，成长的机会都最理想。

行情逐渐趋于成熟，价格走势进入第三波、第四波……时，价格水准的考虑将愈来愈重要，谨慎的玩家在心态上应该转为投机。我在第 10 章曾经解释，在信用扩张驱动的多头市场中，当行情发展至某一阶段以后，价值将停止增长。企业界以浮动的资金追求有限的资源，价格将开始膨胀——资生行情。

在空头市场中，投机是唯一的明智之举。根据定义，我们无法以做空来投资。在空头市场中，长期做空是通过预先卖出投资而获利，这项行为本身并不是投资。撇开这点不谈，空头行情最佳的运作方式是不断地进、出市场，在主要走势中做空，在次级修正走势中做多。一般来说，空头市场历经的时间短于多头市场；空头市场的主要走势在幅度上与多头市场相当类似，但期间则较短。

相对于多头市场来说，如果你妥善管理资金，在空头市场能够以较短的时间获取类似的利润，风险并不会更高，甚至可能更低。就经济循环的性质来看，你不曾见过“黑色星期一”的复苏，所以就某一角度而言，空头市场较安全。

守则 10：不可摊平亏损——亏损头寸不可加码。

“摊平亏损”仅是一种试图避免承认错误或期待解套的借口，而且是在不利的情况下。它之所以被称为“摊平亏损”，因为这是一种追加头寸的行为，并因此降低整体头寸的净亏损百分率。这项行为的合理化借口是：“这只股票（期货、债券或任何交易对象）将上涨（下跌）。我现在虽然损失，但如果追加头寸，可以降低平均成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本，最后可以大赚一笔。”

守则10实际上是守则6——迅速认赔——的辅助定理。然而，“摊平亏损”是一种极常见的错误行为，所以它应该有属于自己的“不可”守则。这是为了提醒你，它是一项错误的行为。

然而，某些行为看起来似乎是摊平亏损，实际上却不是。例如，如果你在空头市场中寻找中期的做空机会。犹如上文所说，最佳的做空时机是在小涨势中。假定股票市场连跌四天，似乎将形成空头市场的主要下跌走势，理想的做空时机在第一天的反弹。如果价格连续反弹两天，第三天再反弹的可能性很低，所以第二天可以追加头寸。如果第三天又反弹，第四天继续上涨的可能性不到5%，你可以再做空。然而，如果行情连续上涨四天，中期趋势很可能向上，你应该认赔出场。

这项策略与摊平亏损之间的差异，在于你有一套交易计划，并设定市场证明你错误的停损点。在计划中，你将评估每天的反弹幅度，以及反弹的天数。交易之初，你不仅已经限定反弹的天数，而且也设定认赔的出场价位。摊平亏损的策略并不设定停损，头寸的了结完全取决于主观的情绪。

守则11：不可仅因为价格偏低而买进。不可仅因价格偏高而卖出。

这完全不同于在超级市场买水果，交易中并无所谓的“特价品”。交易的重点仅在于获利或亏损，这与交易工具的价格没有任何关系。价格仅在少数情况下会影响交易决策，例如：你可能因为保证金过高而无法从事某笔交易，或其他交易机会可以提供较佳的杠杆效果，而其风险／报酬比率相似或更理想。

不可以存在这种心理：“这已经是历史低价，它不可能再跌了！”或“这已经不可能再涨了，我必须卖出！”除非你见到趋势发生变动的征兆，否则趋势持续发展的机会较高。当市场处于历史高价或低价，但没有任何征兆显示趋势即将反转，我建议你不要去挑逗它，继续等待趋势变动的信号。顺势交易，耐心等待。

守则12：只在流动性高的市场中交易。

现在，许多住在美国东北部的人可能告诉你，他们的住宅价值50万美元。然而，这句话的真正涵义可能是：他们过去以50万美元的价格买进；或者，几年前，他们以房屋作第二次抵押贷款时，当时价值是50万美元。事实上，现在市场上充满价值50万美元的待沽房屋，几乎全无人问津——房屋市场几乎完全缺乏流动性。在财务报表上，50万美元的数据或许暂时没有问题，但这与市场价值全无关联。

如果你在流动性不佳的市场交易，你也可能遭遇类似情况。价格的变动速度非常快，可以轻易地穿越你的停损，并让你的损失较预期多出一倍。在商品与外汇的期货交易中，仅选取最近月份的合约；在股票与选择权中，选取成交量大而交易活络的个股。

守则13：价格变动迅速时，不可建立头寸。

这条法则适用于场外交易者——他们仰赖电子报价系统取得最新的报价资料。“快速市场”是指场内的交易进行得非常快速，报价系统的价格输入速度跟不上实际的交易。发生这类状况时，交易所通常会提出警告。换言之，在快速市场中，你在荧屏上看见的报价，并不是当时的实际报价。快速市场中，行情向上突破时买进，或行情向下突破时卖空，都是非常迷人的机会。你看见价格一飞冲天或直线下跌，满脑子都是钞票的影像。

我办公室里有一位年轻的交易员不信邪，他在向下突破的快速市场中以市价卖空S&P500期货。他的成交价格较下单时的荧屏报价低16档（每口合约400美元）。他回补时，根据荧屏报价显示，这个头寸有16档的获利，但实际的回补价格却较成本高出10档——每口合约亏损250美元。然而，这次教训似乎还不够，第二天他又犯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同样的错误。我不认为他还会在快速市场中交易。交易中，你唯有依赖报价信息；在快速市场中，报价信息又完全不可靠，所以不要交易！

守则 14：不可根据特殊情报交易。换言之“顺势交易，而不是顺着朋友的意见”。另外，不论你对于某只股票或某个市场有多么强烈的感觉，也不可以提供免费消息或意见。

不妨由概率的角度思考，在数以万计的市场参与者之中，你的朋友知道某项全世界都不知道的消息，你认为这种可能性有多大？如果他或她真的知道某项特殊消息，这很可能是“内线消息”，根据内线消息交易是违法的行为。

所谓的“特殊消息”，99.9%是属于个人的看法。在《一位职业期货交易商的秘诀》一书中，作者亨利·克拉森指出，稳定的赢家几乎绝口不提他们在市场中的活动细节，但稳定的输家则会“向每一位听众说明他们在市场中的一举一动，甚至于以强迫推销的方式吹嘘”。就心理层面而言，人们迫切地希望提供特殊消息，他们可能是在寻求认同与赞许。他们绝对不是为你着想，这点是可以确定的。所以，有人向你推销特殊消息时，我建议你说“不客气，谢谢，我不需要”。

我曾经听信特殊消息。一次，前文中我曾经提及吉姆·布吕克，当年拉格纳发生一些麻烦时，他当时在 CBOE 负责稽核的工作，我们有过往来，他随后也来到州际证券，我们举办了一个欢迎酒会。我正准备离开时，听到熟悉的声音，“嘿，维克，维克，等一下。”

我回过头来，看见一位好朋友急匆匆地跑过来。他低声地说道：“维克。”我说：“哦？”我的朋友说道：“维克，相信我，把这只股票留给你的小孩。”他告诉我，这是阿蒂·瓦戈纳提供的消息。阿蒂当时在莱曼兄弟公司负责店头市场的交易被视为是店头市场的主宰者，他的交易记录非常了不得。

所以，出于好奇心的缘故，我查阅这只股票，它在店头市场的交易价格为 7／8。当时，我的交易手气正顺，所以把这只股票视为是“永不到期的选择权”而买进，心想：“看你由 7／8 还能跌到那里？”

还能跌到 0 吗？结果便是如此。我大约买进 35 万股，而这只“永不到期的选择权”最后竟然跌到一文不值。更惨的是当它跌至 3／8 时，我又买进 35 万股，心想：“这次你总不至于再跌了吧！”我还是错了。停止报价时，我试图了解这家公司的背景，我甚至于找不到它。没有电话号码，没有地址，它就是……消失了。

只要早走一步，我就不会听到这位朋友的特殊消息。真是非常特殊的特殊消息。犹如我最好的朋友诺姆所说：“如果你不断地听信‘把这笔交易留给你的小孩’的小道消息，你的小孩将在孤儿院长大。”他还提供一个非常明智的建议，闻到小道消息即将飘过来时，赶快说“对不起，我要上洗手间”，然后你整个晚上尽可能回避他。你不可以听信特殊消息；同理，你也不可以提供特殊消息。帮助朋友当然是一种可贵的感情，但如果你有朋友从事交易，你们仅该就一般的看法交换意见。如果你真希望帮助朋友，务必不要提供建议；你的朋友也有大脑——让他或她用自己的大脑。

这项交易守则希望传达的概念是：没有任何东西可以替代个人的判断。如果你没有信心根据自己的判断交易，就不要交易。顺势交易，而不是顺着朋友的意见交易。

守则 15：永远得分析自己的错误。

亏损的交易未必代表错误，错误也未必导致亏损。一笔绝佳的交易可能发生亏损；另一方面，即使犯错，你仍然可能获利。如果你遵循交易法则而发生亏损，就放弃它，不需要再做分析。你可以对自己说道：“好吧！”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然后再继续下一笔交易。可是，如果过早了结一个头寸，随后眼见原本属于你的获利滚滚而入，你便该想想自己到底犯了什么错误。

何以需要分析自己的错误呢？因为错误与失败是最佳的导师；它们让你更加明白，你必须永远遵循交易守则。如果你可以真心反省发生错误的理由，重蹈覆辙的可能性便很低。

一般来说，错误并不是源于无知，而是恐惧：恐惧犯错、恐惧遭到羞辱以及其他等等。你若希望提升自己的交易境界，则必须克服恐惧；若希望克服恐惧，首先必须承认你有恐惧感。本书第二篇，我会详细讨论这方面的问题。

守则 16：务必提防“错误的并购消息”。

某天，我接到朋友的电话，他是某家大企业的董事。

“维克，”他说道，“XYZ 刚同意与 ABC 合并。你一定要买进 XYZ。这是稳赚的交易。”

“佛莱德，”我说，“你告诉我这项消息，是否合法？”

“绝对没有问题！我们与这两家公司都没有任何关系，而且它们已经宣布了；只是媒体还没有报道而已。”

于是，我查看 XYZ 的价格，每股 6 美元，我买进了一些。两周后，两家公司合并了……ABC 兼并 XYZ，价格为每股 $ 4.50。结果，我发生亏损。

我想这是我第二次根据特殊消息交易，它也是最后一次。我听到的特殊消息中，这是唯一实现的一次。确实有兼并，价格却不对。从此以后，我再也不碰这些潜在的“兼并”股票。

守则 17：如果一笔交易的成功与否，必须取决于交易指令的正确执行，则不该从事该笔交易。

诺姆还在美林证券主管国际选择权交易部门时，他习惯将执行不当或时效不佳的交易记录下来。某天，他递入一张交易指令，经过 10 分钟还没有回报。于是，他打电话进入场内：“喱！怎么回事，10 分钟还没有成交。”场内经纪人毫不犹豫地说道：“你知道吗？我就坐在造市者的左侧而大声喊价，我想他一定听见了。最后，我站起来，推他一把，问他：‘成交没有？’他说：‘成交什么？难道你不知道我的左耳不灵吗？’”

哦！当然！

我这辈子最大的一笔亏损便是因为人为的疏忽。1982~1983 年，当时 S&P 期货与 NYSE 期货的交易非常热络（NYSE 合约相当于在纽约交易的 S&P 合约）。在一笔套利交易中，我做多 350 股 S&P，并卖空 500 股 NYSE。我当时正打算平仓出场。于是，打电话给我在芝加哥的场内经纪人保罗，向他询问行情报价。

“买－卖报价，40−45。”保罗说道。

我挂断电话，并立即回补 500 股 NYSE 的合约，所以我仅剩下 350 股未抵补的 S&P 多头合约。然后，我打算卖出 S&P 合约，根据保罗的报价，买进价为 40。我联络上在 S&P 交易池的经纪人时，才发现价格不是 40−45，而是 20−25！结果，保罗看错手势！

如果当时的报价确实是 40−45，我已经获利。如果我知道报价实际上是 20−25，我便不会回补 NYSE 合约——在电脑程式交易尚未出现以前，4 档已经是相当不得了。

当时，因为我的头寸仅勉强浮出水面，所以我决定暂时持有 S&P 头寸。然而，市场突然出现新税法的利空消息。在我了结头寸之前，S&P 下跌 2、3 大点。这笔交易让我亏损数十万美元。

这虽然是极端的案例，但重点是你有时候会因为执行不当而受害，而且你不知道什么时候会发生。你应该养

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成重复核对的习惯，在可能的范围内，应该再次确定报价。如果你觉得资料或情况有些诡异，应该澄清。不要理会场内的人有多忙碌，他们的工作是提供精确的信息、适当的执行与及时的报告。

我并没有指责场内经纪人的意思。如果你有机会的话，应该在交易忙碌的时候，参观交易所场内的情况。某些时候，情况会趋于白热化，而经纪人也是人，他们也会犯错。你不可误以为他们是永远不会犯错的机械。你必须保护自己的利益，寻找最可靠的经纪商，尽可能重复确认。

最近又发生另一个例子，我设计一套 S&P 期货的当日冲销系统。根据纸上作业判断，这是一套相当不错的系统，于是我把它交给助理作临场试探。理论上，它的绩效非常理想，但我没有想到进、出场需要各浪费三档，谁想得到市场的交易量竟然如此稀少，小量的试探便足以驱动 3 档的价格！然而，实际情况便是如此，我们必须调整系统以涵盖执行上的误差。

守则 18：必须保有自己的交易记录。

某些情况下，尤其是交易自己账户时，你希望拿起电话，直接下达交易指令，而不留下任何的记录，因为你认为经纪商会登录所有相关资料。可是，经纪商也可能犯错。

每下达一个交易指令，你便应该记录日期、时间、交易工具、买进或卖出、下单时的报价以及实际的成交价格。定期核对自己的记录与经纪商的报告。如果没有自己的记录，你无从判断经纪商的报告是否正确。

守则 19：了解、并遵守法则。

对于每 1 条交易守则，至少有 5 种方法违背它，而且交易者总是会想出新的方法。依此推理，我列举 18 项交易守则，你至少应该有 90 种方法违背它们。每当你违背一项交易守则，你又发现一种亏损的新方法。

85%的法则

没有任何人可以永远处于 100%完美的状况。有太多事物可能使你分神。你可能与妻子（丈夫）或心爱的人争吵，某人可能在紧要关头打电话给你，周遭的一切都可能使你分神。

例如，1984 年 5 月 4 日，我应邀到芝加哥演讲。当时与我同台演讲的还有沃尔什·格林伍德的总经理史蒂夫·沃尔什，以及一位造市者加里·奈特。演讲后回答问题时，一位听众提出：“我希望请教这位造市者，交易所的相关规定偏袒拥有席位的造市者。”毫不犹豫地，加里说道：“是的。”

“我认为这并不公平。”这位听众说。

“那你可以买一个席位，”加里回答，“目前的价格大约 25 万美元。”

务必记住，游戏规则有利于场内交易员，这是他们维持生计的凭借。

总之，我在台上演讲。当时我看空行情，而且我在 1 月份打了一只满贯全垒打。行情已经由涨势转为狭幅盘整。我正在寻找做空的机会，我已经等了三个月。“墨菲定律”再度灵验，我离开办公室的那天，行情向下突破。弗兼克·乔掌握这个卖空机会而赢得交易大赛的冠军……而我坐在飞机上。

重点是：如果你希望在市场寻求生存，必须在生理上、心理上与情绪上尽可能维持 100%的完美境界。根据我的估计，如果你实际上可以保持 85%的平均水准，你的表现便相当不错了。

所以，从事交易时，心理上要有所准备，你可能因为梦想不到的理由而亏损。某个时候，你完全掌握行情的发展，你已经站好姿势准备挥出全垒打，你却与妻子争吵，你的家人过世，或发生你从来想不到的某些事。

以 100%来准备，但 85%便可以接受；这便是现实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第19章 市场预测的经济原则

乔治·索罗斯可以说是金融圈内的奇才。我最近刚获知他所赖以成功的秘密。在对“货币研究与教育委员会”的一篇讲演中，前巴伦氏杂志的记者约翰·利斯科引用索罗斯的评论作为演讲的总结：

经济历史是由一幕幕的插曲构成，它们都是奠基于谬误与谎言，而不是真理。这代表赚大钱的途径。我们仅需要辨识前提为错误的趋势，顺势操作，并在它被拆穿以前及时脱身。

这是一段令人沉痛的评论。索罗斯是投资界最伟大的心灵之一，他竟然公开表示，最佳的赚钱方式是利用一些建立在谬误与谎言之上的趋势。

这听起来或许有些讥讽的意味，但我无法不认同其精义。为了辨识谬误的前提，你必须以真理反驳。然而，大多数投资人愿意根据谬误来行动，他们必然将其视为是真理。所以，索罗斯的评论蕴含另一层面的意思，如果你希望赚大钱，你需要了解经济学的根本真理，环顾四周，寻求那些否认这些真理的趋势，顺着趋势操作，并在绝大多数市场参与者即将发现他们被欺骗以前，迅速脱身。

我在“导论”中曾经提及，市场分析与预测有两大基本原则，索罗斯的评论便相当于是这两项原则：

1.市场走势是根本经济力量运作的结果，后者受到政治体系当时的状况主导，这又受到政客活动的影响。

2.多数市场参与者的心理状态，将决定价格走势的方向，以及发生变动的时间。

我长久以来便隐约地了解这两项原则，但我最大的缺失便是太过于重视第一项前提，而忽略第二项，尤其是在1990年与1991年。例如《纽约时报》在1991年4月10日报道，全国主要的经济学家有70%预测经济即将开始复苏。我不知道其余30%的经济学家有何看法，但我深信这70%的“专家们”是错误的。我知道经济状况在1991年顶多仅会出现缓慢的成长，我在5月13日的《巴伦》杂志中也是如此表示。

我所持的理由如下，政府在经济衰退的环境下推行高税率的政策并严格规范银行的放款，这将造成持续性的经济衰退或停滞，而不论联储的利率政策如何。我认为，单纯地调降短期利率无法带动长期利率下降——后者是任何信用扩张的先决条件。我主张，以宽松货币政策来刺激经济的任何措施，都将引发债券市场对于通货膨胀的恐惧，并推升长期利率。配合着许多其他的论证，我认为：

种种因素都显示，1991年将呈现缓慢的成长，如果能够成长的话。没有任何根据可以支撑目前的股价水准……我虽然了解，将股价驱动至目前高点的理由何在，但我怀疑市场所预期的经济复苏是否会发生。我们终究会看到经济复苏，这没有问题……但它恐怕不会很快出现，即使出现，劲道可能相当有限。

我发表这段评论时，克林顿已经取代布什入主白宫，而众人心目中的首要课题都是经济问题。自从1989年4月份以来，联储调降短期利率的次数已经超过24次以上，将联邦基金利率一度由9.75%调降至3.0%左右。同一期间，长期债券殖利率仅小幅下滑，游走于7.5%至8.0%之间，而银行的放款仍然紧绷。就在几个月以前，消费者信心的水准甚至低于1982年经济衰退的谷底。国会并未就是否应该刺激经济而辩论，问题仅在于如何与何时，此时的想法与1991年截然不同，当时的思考重心在于控制赤字（当然，议员们绝不会承认错误）。主管当局普遍恐惧经济衰退将持续发展。换言之，我的预测正确无误。

虽然我的经济预测正确无误，但我并未在股票市场中获得合理的利润。我认为，股票价格平均来说已经“高估”，所以我不愿意大量买进。然而，由于我拒绝参与，所以我错失获利的绝佳机会，尤其是店头市场。我强烈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

地认为，店头市场的涨势纯粹仅是泡沫而已，也是索罗斯所称的“谎言”。然而，我并未如索罗斯一样挑选个股，充分运用市场认定的谬误。事后回想起来，我确实应该如此。

这使我想起一部很老的电影，它是由史蒂夫·麦昆与爱德华·罗宾逊合演的，两个人都是职业赌徒——扑克玩家。罗宾逊是当时所公认的第一好手——众人希望打倒的人，史蒂夫·麦昆则饰演一位后进的赌徒，他希望成为第一号扑克好手。在接近电影尾声的时候，史蒂夫·麦昆终于与爱德华·罗宾逊同桌——在经过几小时之后，台面上仅剩下他们两个人。

他们是玩五张牌的扑克，先发一个覆盖的牌，再发一张掀开的牌，经过一轮的叫牌，然后再发一张掀开的牌，再叫一轮牌，依此类推，直至成为一张覆盖的牌与四张掀开的牌，并做最后的叫牌。在发了三张牌的时候，麦昆所持的两张掀开的牌是一对 10，罗宾逊则是方块 Q 与 K。麦昆的一对 10 叫牌，罗宾逊又加高赌注，显示他覆盖的牌是 Q 或 K——比 10 大的一个对子。麦昆跟进。第四张牌发下来——麦昆是一张 A，罗宾逊是一张方块 10。再次地，双方下的赌注都很大，现在的情况趋于明朗化，罗宾逊可能希望拿同花或同花顺。同花顺在扑克中是非常罕见的一手牌。

第五张牌发下来的时候，麦昆拿到另一张 A，罗宾逊则是方块 10。麦昆现在掀开的四张牌是两个对子，罗宾逊则是方块 10、Q、K 与 A。因为我本人也非常擅长扑克，所以我可以感觉这手牌的紧张程度。你知道吗？在发四张牌之后，罗宾逊几乎全无胜算。根据当时的情况，胜算完全站在麦昆这边，罗宾逊能够获胜的胜算仅为 1：649700！

双方来回不断加高赌注，最后麦昆仅是跟进。于是，他们掀开底牌，麦昆是一张 A，而持有 A 带头的富尔豪斯。可是，罗宾逊则是方块 J，而持有 A 带头的方块同花顺——扑克中最大的一手牌，也是当时唯一能够赢麦昆的一手牌。

当罗宾逊站起来的时候，看看麦昆说道：“小子，这一切便是在正确的时机，采取错误的动作。”

不论由哪个角度来说，在 1991 年初的市场下赌注绝对是一种罕有胜算的做法。虽然如此，但那些下赌注的人获胜了。至于我，我觉得自己像麦昆饰演的辛辛那提小子一样——在错误的时机，下正确的赌注。

本章的宗旨是列示必要的基本知识，使你能在正确的时机，采取错误的动作。换言之，如何辨识一些创造上档或下抽赚钱机会的经济谬误。然而，在辨识经济谬误之前，你首先必须了解那些主导市场行为的必然经济力量。不幸地，这并不简单。

在经济学的领域内，最危险的经济谬误便是误解经济学的研究宗旨。经济学几乎已经被局限为研究政府经济管理的学问。换言之，政府应该由何处征收多少民间的资源，而分配至其他个人或经济部门。

在凯恩斯所谓的新经济学中，他正式赋予这些经济谬误以准科学的地位，这些观点就像人类的文明一般地古老——这也是索罗斯所谓的谬误。凯恩斯提供各种合理化的借口，使政府得以干预自由市场，使政府得以控制货币与信用的供给，使政府得以采用不负责的赤字政策，使政府得以采用通货膨胀的扩张。除了少数人之外，经济学界将这些谬误视为是当然的公理，并将它们衍生为极度复杂的系统与数学方程式，这使得最明显、最根本、最重要的经济议题因此被模糊了。

经济学的定义

经济学是一门研究人类某些行为的学问。根据经济学家米赛斯的定义：“它是一种科学，以研究如何运用手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

段达成选定的目的——它并不是讨论有形的事物；它的对象是人类，他们的意义与行为。”换言之，经济学是研究人类为了达到目标，运用的工具、方法与行为。

米赛斯的经济学论著超过 20 本，但你在大学教科书中几乎没有见过他的名字。阿拉巴马州的奥本大学与内华达大学是少数例外，这两所大学都倡导奥国学派的经济学。《人类的行为》是米赛斯最著名的作品，厚达 900 多页，相当不容易阅读。海耶克是他最著名的学生，曾经获得诺贝尔经济学奖。奥国经济学派主张：个人的自由，全然自由的市场经济，金本位制度，价值的主观性质。有关经济短期与长期运作，奥国学派理论最为精确。

生存是最根本的目标。对于生物来说，生存主要是一种自动的程序，而生与死基本上是由环境——而不是通过抉择——决定。然而，对于人类来说，生存是取决于意识的运作；更重要者，生存是取决于选择而追求足以提升生命的价值。我们不应该仅发现与选择生存必要的事物（米赛斯所谓的“目的”），而且也应该注重如何取得它们（米赛斯所谓的“手段”）。

在米赛斯对于经济学的定义中，“选定的”是一个关键的概念。人类必须透过选择来学习、生存与成长。每个人——除非他选择让自己成为寄生者——都必须学习如何评估既有的手段与目的、选择采取有效的行动，以提供自己的生存。

不论个人的经济哲学如何，任何经济观都必须具备某些根本的程序：

评估。

生产。

储蓄。

投资。

创新。

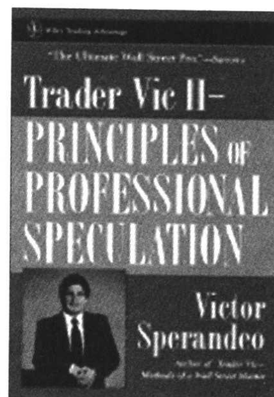
交换（交易）。

我相信，这些程序最初都发生在个人层次上，其次才发生在整体的社会。犹如我在上卷中的评论：

以丹尼尔·笛福笔下的鲁滨孙为例，漂流至一个只有食人族的荒岛上，鲁滨孙首先设计一种方法，以取得较目前所需更多的食物，并将它们储存起来，如此他才可以设法取得其他的必需品。他利用节省的时间建造住所，布置设备以防御土著的攻击，并制造衣物。然后，通过辛勤的工作、独特的创意以及时间的管理，他简化取得必需品的程序，并在时间允许的范围内，制造其他的奢侈品。

在提高生活水准的过程中，关键在于：评估、生产、储蓄、投资与创新发明。他评估当时可以掌握的目标与方法，并根据他的需要来做最适当的选择。

对于他所追求的每一项事物，是根据许多因素判断其价值：对于需要上迫切性的感觉、追求它需要具备的方法以及所需花费的机会成本。他生产生存上的必需品，并加以储蓄，所以他可以投资精力生产需要或想要的产品。每一事物的价格，是他评估自身的需求而愿意花费的精力与时间。他的活动是一种交易的行为，从事某项活动而放弃另一项活动，其机会成本之间的差异便是他的利润。如果他判断错误，他将遭逢损失。他安排与管理每一步骤的时间，他根据短期、中期与长期的考量来



《专业投机原理》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

选择。透过技术的创新发明，生活必需品的成本（以所需支付的时间与精力表示）将降低，他能够投入更多的时间与精力来追求“奢侈品”。

一个复杂的工业社会就如同漂流到荒岛的个人一样，必须根据基本的经济学原则来求取生存。假定个人与社会适用的经济根本原理并不相同，这是最严重的谬误。对于任何有效的经济学原则来说，它首先便必须可以适用于个人。唯有如此，它才可以被延伸至社会整体。评估、生产、储蓄、投资、创新与交换等程序，这是个人求取生存的必要原则。由这个前后关联来了解，它们是任何层次经济分析的基础。

生产的重要性

在凯恩斯学派的影响下，政府掌握大部分权力，决定以何种手段达成何种目的，所以经济学已经被矮化为研究政府干预市场的学问。根据凯恩斯学派的说法，生产的驱动力量（换言之，人类经济成就的驱动力量）是总需求——消费的欲望，这是以可支配所得的金额来衡量。凯恩斯认为，政府仅需要谨慎地提高每个人的货币所得，便可以刺激总需求。这种情况下，企业界会提高生产，消费者会增加支出，而国家的财富（以 GDP 来衡性）便会累积。

根据我个人的看法，“总需求决定生产水准”的观点完全错误。就个人单独而言，他不能透过增加需求或消费来累积财富。事实上，假定其他条件不变，鲁滨孙在荒岛上如果增加需求，并增加消费量，则他是踏上自我毁灭的道路，减少未来的生产能力。这个道理也适用于“整体”，而不论其规模与复杂程度。

经济成长是由一系列的链环构成，生产是最初的一环——人类生存的根本条件。然而，仅倚赖生产并无法导致成长。成长需要储蓄。

储蓄，投资与科技创新

工资并不是由雇主支付，他仅是过手金钱而已。工资是由产品所支付。

——亨利·福特

生产是经济成长的先决条件；产量不仅必须满足生存的立即需求，而且还必须有剩余的存量来供未来的生产。换言之，在经济得以成长以前，必须有剩余来供储蓄之用。储蓄有两种形式：单纯的储蓄，这是保留未消费的产品以供未来之用；资本储蓄，这是将储蓄的产品直接用于未来的生产。在经济得以成长以前，这两种形式的储蓄都必须先存在。

单纯的储蓄是针对自然环境的防范行为，不论这种环境是指自然界或人性而言。在简单的层次上，单纯的储蓄可能是搜集蔬菜水果以供冬天之用。在较复杂的层次上，单纯的储蓄可能是企业的保留盈余，这可以用来渡过经济不景气的时机。在上述的两种情况中，单纯的储蓄是以目前的物质储存为手段，并用于追求未来的目的。

资本储蓄是来自于单纯的储蓄，而投资于未来的生产程序。以最简单的例子来说，今年所保留的种子以供来年播种之用，便是资本储蓄。由较复杂的层次来说，企业界以保留盈余购买机器设备，这也是资本投资。

不论由何种层次分析，资本储蓄都涉及另一项重要的生产要素——科技创新。在储蓄可以被配置于未来的生产程序之前，在它们可以成为资本储蓄之前，必须存在两个先决条件：第一、足够的单纯储蓄以供投资于其他用途；第二，未来生产的手段（方法）必须存在。假定确实存在足够的单纯储蓄，发展未来生产的手段则需要科技创新。

就目前的环境来说，我们将科技视为是电脑晶片与电子零件。然而，创新发明实际上是指任何型式的新知识

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

运用，换言之，任何运用资本储蓄的新方法。由鱼钩乃至太空梭，人类在物质上的任何成就都是由科技创新与资本储蓄结合而成。换言之，我们现在的发展是奠基于前人的储蓄与创新发明。

在经济发展的每一个阶段，某些人必须设法重新结合与重新安排自然资源与制造要素以创造新的产品，或以更有效率的方式生产既有的产品。然而，知道如何创造并不足够，还必须解决以什么来创造的问题。“以什么”便是资本储蓄。在这种意义下，资本储蓄与投资资本便完全相同。

所有的新生产程序都是如此。企业家思考如何运用资源于未来的生产，另一群人则投资其时间或物质的储蓄，以实现企业家的构想。在这种投资行为中，他们承担风险。如果他们的投资成功，则可以创造新的产品与服务，并收取效益（利润），这是他们让储蓄承担风险换来的结果。如果投资失败，他们将蒙受损失，损失先前生产的东西，换言之，储蓄被消费了。

请留意，我使用的都是经济学中最寻常的名词，甚至未采用货币或信用等字眼。就根本的经济学原则来讲，生产、储蓄、投资、资本利润与损失等观念都与货币和信用没有关联。货币与信用仅是一些科技创新，它们使生产与经济成长的链环得以发挥较高的效率，较容易管理，较容易衡量。

不幸地，许多经济学家把货币视为是财富，把信用视为是一种新形式的财富。经济系统演化至相当复杂的程度时（类似我们现在的经济系统），货币与信用确实有其必要性，但它们并不是经济成长的先决条件。在一个复杂的市场经济中，记账、评估与交易都需要仰赖货币，信用则是交易累积储蓄的一种手段。第 20 章将详细处理这方面的问题。

截至目前为止，我们尚未讨论经济分析上的两项重要原则：评估与交换。

评估与交换

我们为什么要生产？我们如何决定生产什么？我们为什么要交易？我们应该交易什么？我们如何决定何时消费，何时储蓄或投资？这些问题的答案相当复杂，但很重要。

对于独居在荒岛的个人来说，这些问题的答案较单纯。面对着实际的生存问题，鲁滨孙有两项根本的选择：生产或死亡。一旦他决定生产以后，他必须根据重要性的先后顺序来排列需求。这很简单：食物与居所。然后，他的选择便逐渐趋于复杂。他应该先尝试捕鱼，或采集水果？一旦他找到食物以后，是否应该储存一些，以便腾出时间建造住所；或者，他是否应该以半天的时间寻找食物，再以半天的时间建立住所？住所完工之后，他可以开始制造工具。他应该制造钓鱼竿或渔网？他应该在太阳下来晒鱼干，或建个炉灶来熏鱼……

在每个步骤中，鲁滨孙都必须评估可供选择的手段与目的，并挑选他认为最能够满足需求的事物。他的选择便是交换或交易。事实上，鲁滨孙是与自己交易，以较不需要的事物交换较需要的事物。他思考程序可能如下：

嗯，生产确实很辛苦，但总胜过死亡，所以我应该以生产换取生存。新鲜的水果虽然味道较美，但我不愿意半夜被冻醒或受风吹雨打。所以，我想我应该花几天的工夫收集食物，然后以一整天的时间建个住所。钓鱼竿虽然较容易做，但渔网可以捕到较多的鱼，所以我还是应该多花点工夫做渔网。每个选择都代表一种风险，他可能因此而蒙受利益或遭逢损失。

没有其他人，没有市场，没有货币，鲁滨孙必须根据基本的经济学原理来求生。他必须辨识可供选择的方案，赋予它们价值，选择追求的对象，决定消费多少而投资多少，是否应该让时间与储蓄承担风险；这一切都是交易——以较不需要的事物交换较需要的事物。将鲁滨孙的选择延伸至较复杂的社会，这些基本原则并不会发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

变化。评估、生产、储蓄、投资、创新与交换等基本程序仍然相同。经济架构愈趋于复杂时，愈必须记得：价值终究是一种主观的概念——取决于每位市场参与者的独特前后关联与评估程序。市场是由个人构成。个人会根据其天性而采用鲁滨孙在荒岛上运用的程序。犹如鲁滨孙一样，他们都可能犯错；不论在个人或群体的层面上，他们都可能犯错。价值的感知是驱动个人或群体采取行动、进行交换的根本动力。

价值的主观性质

价值并非储藏于被交换的商品之中，也不是储藏于投资的对象之中。价值是一种主观的衡量，它可以分为两种类型。消费者价值是一种心理关系，它介于个人对于欲望的概念与个人认定某商品满足此欲望之程度的概念。投资价值是介于个人对于贵与贱之概念间的一种心理关系，这是根据主观的判断评估某对象之价格升值的可能性。风险是可以衡量的概念，不确定性则否！风险是某事件发生与不发生之概率的比率。若希望成为一位成功的交易者，必须能够区别这两个概念。

身为一位专业的投机者或投资者，当你发现绝大部分市场参与者在判断上都发生错误时，这便是我所谓的"索罗斯式机会"，这是一种你可以运用根本经济智慧来获利的机会，但你必须确实了解市场大多数人的看法。

例如，1991 年全年，经济情况相当疲软。类似如 IBM 之流的股票，价格尚低于 1987 年崩盘后的低点，本益比为 10 到 12 倍。美孚的增值利率曾经到达 5%，但因为石油类股的价格下跌，所以本益比也为 11 倍而已。然而，所谓的成长型股票，其殖利率则低至 2%以下，本益比则高达 30 或 40 倍。以 MerCK 为例，其本益比为 37 倍，殖利率为 1.5%，而股价仍居于历史高点附近。另外，Amgen 发生亏损，而本益比为负 1500 倍。例子还有很多，但我想我已经把重点表达出来了。完全不考虑本益比或殖利率，市场参与者不断买进高科技的生化股、药品股、或任何具有盈余成长或成长潜能的股票。

由于市场的价值观发生变化，这种趋势已经产生了一些转变。如果行情开始崩跌，市场的观感将彻底改变，高本益比的股票将受到最严重的打击。在 1928 年 PSE&G 曾经创下 137.5 美元的高价，每股盈余为 3.93 美元（本益比为 35 倍），股息为 3.40 美元；1932 年每股盈余为 3.46 美元，股息为 3.30 美元，而股价则为 28 美元。这家公司的结构与盈余都没有明显变化，但市场的价值观却发生重大的变化。

这蕴含着两项启示。第一，分析家认为某只股票的"价值合理"时，务必记住，价值究竟如何，唯有市场说了才算数。价值是一种主观的东西，它不断变化。重点仅在于市场是否认同分析家的评估，就是如此而已。第二，如果你相信某只股票或某个类股的"价格高估"，你必须确定你的分析已经把市场中绝大多数人的看法考虑在内。戴高乐曾经说过："条约就像玫瑰花与年轻的女孩一样，唯有当它们持续有效时，它们才持续有效。"将"条约"换成"趋势"，这句话仍然有效。有一条古老的交易法则说道："情况没有变化时，便没有变化，这是绝对的真理。"不可把市场远远地抛弃在后。接受索罗斯的劝告：顺着谬误的趋势交易，而在真相大白以前离开。

经济价值的性质

许多错误与误解都是源自于不能体会价值的主观性质。"某人的利益必然是来自某人的损失"，这便是非常普遍的误解。如果这项陈述为正确，经济成长便不可能，这项谬误完全忽略财富的根本精义。在《专业投机原理·上卷》中，我曾经写道：

由于价值具有人为的性质——人们对于价值的判断不同——这使人具有交易的欲望与动机，交易的双方也可以同时获利。玉米生产过剩而肉类不足的农夫，他对于玉米的价值判断将低于牧人，后者主要以玉米饲养牛——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于是交易的机会便出现了。当交换剩余品的活动涉及愈来愈多的人时，交易将变得相当复杂。许多个人之间的互动，社会将透过自由的结合而提供生产与交易的场所，这便是市场。

就真正的意义来说，利润并不是来自于交易，而是存在于市场认定之剩余生产的经济价值（或经济物品）。交易是一种使利润极大化的机制，但利润的本身并非来自于交易。可以满足需求的任何东西都具有经济价值，依此认定，商品与服务都有经济价值。财富则是未消费之经济价值的累积，不论形式为何；它是储蓄的主要来源，所以也是经济成长的主要来源。

你可能会觉得很奇怪，身为一位专业投机者，我如何能够宣称，利润严格来说并非源自于交易。毕竟，我的工作便是由交易中获取利润，而且在许多情况下，我的利润确实是来自于他人的损失。然而，我获得的利润是发生在剩余生产的结果，换言之，除非利润已经存在，否则我无法取得利润。就最根本的经济功能而言，身为投机者，我的工作是修正其他人的错误，根据供需法则将资本导引至最佳的用途。

以 1992 年 3 月为例，我认为市场对于成长股（尤其是先前所提的药品股与生化科技股）的多数看法即将产生改变。我大量的做空它们。而它们的跌势也持续至 1992 年的 11 月。事实上，我控制误置的资本，并将它们挪至较具有生产力的用途（换言之，就这个例子来说，他们的判断错误，我的判断正确）。基本上来说，我是以较低的价格买进他们因为错误投资而产生的储蓄损失。当然，我的判断如果发生错误，情况恰好相反。

非常有趣地，克林顿赢得总统大选时（1993 年），药品与生化科技类股开始反弹。为了避免事后诸葛亮之嫌，我希望在此提出一个预测：在克林顿执政期间，药品股将蒙受其害，因为克林顿与民主党控制的国会，对于“富有的”药品公司颇有偏见；相对之下，“小型而进取的”高科技生化股则享有相反的偏爱。

结论

介绍经济分析的基本原则，其宗旨在于奠定一个基础，以辨识市场趋势的根本真理与谬误。根据我个人的观点，分析市场行为的最佳方法是由上而下。换言之，首先观察驱动经济循环的根本经济力量；其次观察整体股票、债券与商品等市场衍生的趋势；最后则检视个别股票、债券与商品。

在了解本章讨论的经济基本原理之后，我们现在可以探讨繁荣／衰退之景气循环的因果关系，这是我们现代历史惯见的现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《交易冠军》



【美国】马丁·舒华兹（1945～ ）

对我来说，交易也就像是一场职业拳赛。我把我的一天从早上九点债券市场开盘到下午四点十五分史坦普指数期货收盘为止分为十五回合。这种想法是模仿芝加哥 Merc 交易所的做法，Merc 把每个交易日分为以半小时为单位的时段，并且在每个时段结束时公布该时段中交易所许多统计数字。由于成交量常常会在整点或半点统计数将要发布前提高，所以每一个在 Merc 从事期货交易的人，不论他持有部位时间的长短，都习惯于以每半个小时为单位来思考当天市场的动态。

我的交易手法就好像一个专打拦击拳的拳手一样，掌握时机是我最重要的制胜关键。我会在开盘时市价买进，发动攻势，然后跳回原位。杀进，杀出，在这里赚一些，在那里又赚一些。我绝不在市场疯狂似的波动时进场，因为我从来都不想做会危害我家庭财务安全的事。我借着在每一笔交易中都获取胜利，以累积出优于市场表现的操作绩效，如果我能的话，绝不轻易把自己陷于一个容易被扫出场的情况中。我采用的是一种安全，而又一点也不特别的操作方式，借着这个方式，我既不会有太多大金额的获利，也不会有太多大金额的损失。在一年中有大约两百个交易日里，我是累积着合理的小亏损和金额相当的获利，在这儿赔个五千美元，在那儿赚个六千美元，一轮接着一轮，每天二十、三十、四十次的交易着。而在其他的五十个交易日中则靠明确而一致的决断力，从债券赚个七万五千美元，从股票又削个十二万五千美元，在史坦普期指又砍个十五万美元。经过时间的累积使我成为一个大赢家，保持每年赚五百万美元的实力。

——引自《交易冠军》



马丁·舒华兹是华尔街的冠军操盘手，他拥有钢铁般的意志和杀手般的本能，这使得他在华尔街这个险恶之地赢得了“交易场蛮牛”的封号。从 1979 年成为专业交易员之后，舒华兹平均每年投资报酬率一直高得令人难以置信，而且平均每月的亏损从没有越过其资产价值的 3%。舒华兹共参加过 10 次全美投资大赛中的四个月期交易竞赛项目，获得 9 次冠军，有一次以微弱差距列第二。他在这 9 次夺得冠军的比赛中，平均投资回报率高达 210%，而他因此所赚得的钱也几乎是其他参赛者的总和。另外，他还曾经参加过一次全美投资大赛中的一年期货交易比赛，结果他创下了投资报酬率高达 781% 的佳绩。舒华兹借着参与比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

赛证明自己是全球最高明的交易员之一。

舒华兹在成为成功的专业交易员之前，曾经有10年的时间在股市中浮沉。在交易生涯的初期，他只是一位证券分析师，在这段期间，他经常因为交易亏损而濒临破产边缘。最后，他改变交易策略，终于使自己从经常遭逢亏损的状态转变成持续获利的交易员。舒华兹的著作《交易冠军》一书翔实地记录了他如何成为华尔街顶尖操盘高手的真实故事，写出了操作者实战的技巧以及使他获得数以百万计财富的操盘技术。

许多操作者，从专业交易到散户投资人，都在寻找一种让他们迅速成功的“武功秘籍”，而若要以此为喻，舒华兹的《交易冠军》可算是“心法”。本书所描述的是一个压力极大、报酬也极高的世界。这个世界不为外人所知，也极少有圈内人作文加以介绍。在这个特殊世界里，财富的累积和流失都在弹指之间，没有任何人能比马丁·舒华兹这位被《贝伦周刊》誉为“市场最佳操盘手”的专业操作者更能生动地将这个鲜为人知的世界呈现在大众眼前。舒华兹的故事令人无法抗拒，而他对于自己的聪明举动以及愚蠢行为所做的坦率而公正的评论，更是读者的无价之宝。





《交易冠军》是以娱乐性和洞察力的眼光透视华尔街的一本书。作者马丁·舒华兹以充满活力和个性的笔法，带领我们走进他的人生，从他第一天在美国证券交易所那笔动人心弦的期权交易开始，我们可以从中看到他在期货交易中得到的惊人成就，了解他募集海外资金成立避险基金的过程，参与海湾战争爆发那晚的债券操作（在那个情绪激昂的夜晚，他在黎明破晓前赚进了120万美元），以及历尽艰辛所学到的痛苦却宝贵的人生课程。

舒华兹认为最难忘、最刺激的交易经验是发生在1982年11月。当时一天就赔了60万美元。当天是国会大选的日子，共和党表现相当不错，超过预期的水准。股市也因此上扬43点，创下当时最大的单日涨点之一。而舒华兹却像傻瓜一样，持续做空。大部分交易员在遭逢重大损失时，总希望立即扳回来，因此越做越大，希望一举挽回颓势。

可是，一旦你这么做，就等于注定要失败。舒华兹在遭逢那次打击之后，立刻减少交易量。当时所做的事，并不是在于要赚多少钱以弥补亏损，而是在于重拾自己对交易的信心。将交易规模缩小到平常的1/5，甚至1/10。这种策略后来证明是正确的。尽管在1982年11月4日一天之内就亏损60万美元，可是在该月份结束时，总共只亏损5.7万美元。

舒华兹在《交易冠军》一书中写道：一连串的亏损，每个操盘手都得面对它，而只有真正的赢家知道如何处理它。在短期内发生一连串恼人的亏损这种现象总是一再地出现，并且深深困扰着伟大的操盘手。它使你丧失判断力，逐步消耗你的自信心。有时候，它能让你掉到一个永远无法逃脱的低潮中。你很确定一定有什么事不对劲儿，使你丧失了对市场的敏感度，再也无法在市场中求取胜利。一旦你身陷其中时，会觉得一切的不顺利好像永无止境，在大部分这类情况中，你的判断力和市场节奏感都会消失无踪，这时你唯一该做的就是暂时停止交易，先冷静下来再说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

舒华兹认为结束一连串亏损的最好方法就是马上停损，并且把你的自尊心完全从这场金钱游戏中排除掉。他多年前在拉斯维加斯的骰子赌桌上就已经学到了这一课。赌场里有一句迂腐但明智的陈腔滥调说："不要在输钱后再把更多钱送出去！"这真是至理名言。你必须审慎地管理所拥有的有限资源，并且决不让自己产生太大的亏损。许多人在他们输钱的时候会加大赌注，是希望能够在下一把骰子赌局中，将所有的亏损弥补回来，采用这种策略的下场通常都很凄惨。停止一连串亏损最好的方法就是停止交易！休息一下，让你的理智控制住你的情绪性反应。任何时候等你准备再出发时，市场都还是在那里的。

但是，这么简单的建议却是知易行难。在 1996 年 8 月，舒华兹正陷入交易生涯中最糟的连串亏损当中，而真正快把他搞疯的是，虽然认真检讨那些造成亏损的交易，但是他太害怕亏损，以至于无法以赢家的心态来思考。这种对亏损的恐惧使他的反应速度大幅减缓，当舒华兹看到任何事发生时，却应对得愈来愈迟缓，而这使他面临更大的交易风险。舒华兹所必须做的就是暂时退场，重新充电，但是当时他做不到。有个家伙打电话约他。舒华兹知道得休息一下，所以就告诉他可以和他打个 18 洞。但当舒华兹准备出门时，竟不自觉地想做些什么。舒华兹就是无法眼睁睁地看着市场一路上扬而他竟然未能插上一脚。于是他在出门前买进了 10 口史坦普期指契约，然后因为这个烂部位又输了 2.5 万美元。这不但毁了他愉快的一天，还再度折损了他的自信心。

一旦已经执行停损，就坦然接受你所承受的亏损。经过一阵准备阶段，等你对交易习惯和操作方法再度感到认同后，就已经准备好重出江湖了。重新出发的最好方式就是先少量操作，并且把重心放在获利的稳定性上。千万不要在重新出发时，马上就想大捞一票。

当舒华兹回到市场上时，会找一个很满意的交易机会，然后少量操作，并且设定严谨的停损。如此一来，如果他又犯错，就马上砍掉出场。舒华兹随时都在提醒自己"赚小钱，赚小钱，赚小钱"，"黑字，黑字，黑字"。这些都是心理层面的问题，舒华兹觉得自己在这方面生了病，而借着这些方法使他得以复元。舒华兹亟须恢复自信心，因为自信心是成功操盘手不可或缺的要素。

他在另一天建立了 3 口契约部位，这对他来说是小得微不足道的部位，但是舒华兹最后靠着这 3 口契约赚了 1.5 万美元。靠着这笔钱在次日又把总盈余增加为 4 万美元，突然间，再度找回了从事交易的热度，这感觉真棒！

因此，舒华兹在书中总结到："如果因为某些理由使这种做法一开始就没什么作用的话，先停止交易更长一段时间，然后以更小的部位再度进场。在你能找回所有的感觉，并且把先前一连串亏损所造成的阴影抛诸脑后前，最重要的事就是将你的交易资金保护好。连串的亏损是这场金钱游戏中最不幸的一部分，但如果你是一个纪律严明的操盘手，懂得在操作不顺时先让自己退场观望的话，亏损就会结束而账面上又会出现令人欣喜的黑字了。"

《交易冠军》这部有关金融操作经典之作让我们能够透视马丁·舒华兹这位当代伟大操作者的传奇一生。任何对金融操作有兴趣的人，都能津津有味地从阅读此书中深解意趣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交易冠军与市场结构理论



写下这个标题，并不意味着市场结构理论与交易冠军联系在一起。我仅仅想与朋友们交流一下市场结构理论创立的过程。这将有助于我与大家进一步的交流。因为，《交易冠军》一书的主人公——华尔街著名短线操盘手马丁·舒华兹的研究经历，对我从事市场结构理论的研究产生了重要的启发和影响。

长期的专业化的学习研究和实际操盘，我遍历了众多的技术分析方法，从传统的经典技术分析方法到当代的技术分析方法，包括 KDD 知识发现、人工智能等较前沿的技术分析方法，同时也对波浪理论和江恩理论进行了较长时间的深入研究。虽然形成了自己的投资风格和技术风格，在实际投资中也取得了较好的成绩。但仅仅从纯粹技术层面的视角，我始终未能得出一个令自己比较满意的研究结果。

为了回避技术分析方法上的缺陷，提高整体的投资效能，我后来主要从事系统化交易的研究和实战运用，这对提高自身的整体交易素质和能力起到较大的作用。但无论如何，系统化交易是一个系统层面的东西，它必须以确定的技术规则和方法作为系统化交易决策的元素。为此，一个有效的市场视角和技术规则是系统化交易品质的重要保证。

2000 年，我无意发现了《交易冠军》这本书。该书讲述了华尔街著名短线操盘手马丁·舒华兹在投资领域成功的经历。舒华兹利用短短几年时间把 4 万美元变成 2000 万美元。他共参加过 10 次全美投资大赛中的四个月期交易竞赛项目，获得 9 次冠军，有一次仅以微弱差距列第二。他在这 9 次夺冠的比赛中，平均投资回报率高达 210%，他因此所赚得的钱也几乎是其他参赛者的总和。在一次全美投资大赛中的一年期期货交易比赛中，他创下了投资回报率高达 781%的佳绩。舒华兹借着参与比赛的方式证明自己是全球最高明的交易员之一。

遍历全书，以下一段文字引起了我极大的关注和思考。

在 1978 年，舒华兹开始订阅多份股市资讯和杂志。舒华兹把自己当成一具合成器，无须设计新的交易策略，只是把别人的优点融合于自己的交易策略中。后来发现有一个名叫泰瑞·兰迪的人。他发展出一套与众不同的交易方法，名为“魔术 T 预测法”。他是麻省理工学院机械工程系毕业的高才生，颇具数学背景。这套方法的中心理论是：股市上涨与下跌的时间其实是一样的，只是涨幅与跌幅不同而已。因为股市下跌之前，总有一段抗跌的阶段；上涨之前，也总有一段凝聚动力的阶段。计算时间时，就要从这段期间开始，并不是等到股价到达高档或低档才开始计算。这套理论与舒华兹以前所学的完全不同，但是它对舒华兹帮助很大。

无疑“魔术 T 预测法”对舒华兹产生了重要的影响和启发。如果按图索骥地去研究“魔术 T 预测法”显然是没有太大的技术价值的。重要的不是“魔术 T 预测法”本身，而是该方法的市场和技术视角点亮了舒华兹的研究方向。这一方向性的确立，是舒华兹市场和技术研究生涯极为重大的转折点。舒华兹的令人叹服的实战结果有力地证明了他研究方向的正确性。此段文字使我深受启发，虽然《交易冠军》全书并没有提及舒华兹结构型技术规则细节方面的描述。于是，我重新审视结构型技术的实战价值，并将市场结构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的研究作为自己重要的研究方向。（雪 峰）



冠军操盘手

《交易冠军》一书中介绍说，舒华兹在成为成功的专业交易员之前，曾经有10年的时间在股市中浮沉。在交易生涯的初期，他只是一位证券分析师，然而如他所说的，在这段期间，他经常因为交易亏损而濒临破产边缘。最后，他终于改变交易策略，而使自己从经常遭逢亏损的状态转变成持续获利的交易员。舒华兹从1979年成为专业交易员之后，平均每年投资报酬率一直高得令人难以置信。

舒华兹在家里的办公室中独自工作，他对自己没有雇用助手而感到非常骄傲。这如同独行侠的交易员，尽管操作非常成功，也往往不会享有什么名气。可是，舒华兹却由于经常在全美投资大赛中获胜，而建立了相当程度的名声。舒华兹的操作并没有“顺势而行”之类的原则。令人感到惊讶不已的是舒华兹每天做着一成不变的功课。就算是在接受采访的时候，他也一直没有停下手边的工作。尽管他看来已经相当疲倦，他还是等到分析工作结束才休息。过去9年来，舒华兹一直是以此宗教狂热式的精神做每天的功课，从来没有间断。

在《交易冠军》一书中，舒华兹分析他自己时说，自从自己能把自尊与是否赚钱分开来时才开始变成股市赢家。这也就是说，从能接受错误开始。在此之前，承认自己失败要比亏钱还难受。以前舒华兹总认为自己不可能犯错。在成为赢家之后，会告诉自己：假如我错了，我得赶紧脱身，因为有道是“留得青山在，不怕没柴烧”。舒华兹总得为下笔交易留些资本。在这样的观念下，舒华兹总是把赚钱摆在维护自尊之前，如此，面对亏损也不会太难过。自己犯了一次错，又有什么大不了呢?舒华兹大约一年半之后发现做场外比做场内交易员更能发挥自己的交易专长。舒华兹离开交易所后，继续从事股票交易，不过他改做长线，最后把4万美元的资本变成约2000万美元，而且每次亏损都不超过3%。

在《交易冠军》一书中，舒华兹总结说，在入市时机问题上，他有自己的一套完整的交易原则：

第一，在持有头寸之前，总会先检查其移动平均价格，看看当时的价格是否高过移动平均价。舒华兹不愿意违背移动平均所显示的走势。另外也会寻找在股市创新低价时，却能站稳于底部以上的个股，这种股票体质一定比大势健全。

第二，最重要的原则就是资金管理。在持有头寸之前，也应该事先决定到底自己愿意承担多少亏损。设立停损点，且要切实遵守。舒华兹觉得自己一直在这方面做得不够好。就专业的交易生涯来说，以月为计算单位，最大的亏损是3%。舒华兹的交易哲学是，要求自己在每个月都获利，甚至每天都获利。成绩其实也相当不错，在舒华兹的交易生涯中，有90%的月份都是获利的。舒华兹尤其感到骄傲的事是，在每年4月份以前都不曾遭逢亏损。由于大部分投资者宁愿赔钱也不愿意承认自己的错误，使得他们在面对亏损时的反应是：“只要我不亏损钱就出场。”为什么一定要等到不赔才出场呢?这只是面子问题。舒华兹之所以能成为一名成功的投资者，就是因为终于能把面子抛在一边。“去他的自尊心与面子问题。赚钱才是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最重要的。”

第三，每年都重新开始，这是舒华兹的交易原则之一。每年一月舒华兹都告诉自己是个穷光蛋，只是较平常更加专注于交易。

第四，习惯一个人工作。以前舒华兹总会到城里的办公室去工作，因为那儿有许多朋友。可是随着时光飞逝，朋友也越来越少，舒华兹也不再到那里去了。现在，他每天会和十几个朋友通电话，并且将自己的交易方式与策略告诉他们，不过他们也有自己的交易方法。

第五，在交易获利了结之后，放一天假作为奖励。舒华兹发现自己很难持续两星期都维持良好的交易成绩。任何人从事交易时，都会经历一段持续获利的大好光景，例如舒华兹就能连续 12 天都赚钱。可是最后一定会感到疲累。因此每当持续获利一段时间时，舒华兹就会减量经营。遭逢亏损的原因通常都是获利了结之后却不收手。

马丁·舒华兹的经历对于经常遭逢亏损而难以突破的投资者而言，是一项相当大的鼓励。舒华兹在最初 10 年的交易生涯中，总是挫折不断，经常濒临破产边缘。可是，他最后终于能扭转乾坤，成为全球最高明的交易员之一。他是如何办到的?

他的成功来自两个要件。第一是他找到完全属于自己的交易方式。舒华兹在不得意的那段岁月当中，都是以基本分析来决定交易的。然而在他改以技术分析来从事交易时，他的事业便开始一帆风顺。舒华兹所要强调的是，这不是说技术分析优于基本分析，而是舒华兹找到了适合他自己的交易方式。

第二个要件则是舒华兹态度的改变。根据舒华兹的分析，当他把面子问题放在追求成果的后面时，他的交易就变得无往不利。

风险控制也是舒华兹成功的关键因素之一。他的交易原则之一就是要在持有头寸之前，事先确定自己在这笔交易中所能承担的风险。在遭逢重大亏损后，要减量经营；而更重要的是，在交易获利之后，也要采取减量经营的策略。舒华兹解释，亏损往往都是跟随在成功的交易之后。大部分的投资者都应该有如此的经验，因为成功带来志得意满，而志得意满却会带来得意忘形和粗心大意。

1989 年，舒华兹组建了资本达 8000 万美元的投资基金，但经过一年多时间的运作，成绩并不理想。舒华兹发现其中的原因是大规模资金并不适合自己的短线操作风格，最后他果断解散了基金，重新操作自己的资金，每年获利颇丰。（宋文彪）



华尔街最佳操盘手



华尔街成功操作股票、期货以及期权的传奇性人物马丁·舒华兹 1945 年出生，哥伦比亚商学研究所毕业后在海军陆战队的严格训练使舒华兹对自己的潜能深具信心，在大学时强化了头脑，而海军陆战队则强健了他的体魄。这些经历使舒华兹相信，只要努力去做任何事，包括操盘在内，一定都会成功。从海军陆战队退伍之后，舒华兹以半工半读的方式完成企管硕士的学业。他踏入社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会的第一个工作就是在库安洛普公司担任证券分析师。舒华兹在1973年初迷上技术分析，彻底地从基本面分析师转变成为技术面分析师。

在1978年，舒华兹开始订阅多份股市资讯和杂志。舒华兹把自己当成一具合成器，无须设计新的交易策略，只是把别人的优点融合于自己的交易策略中。后来他发现麻省理工学院机械工程系毕业的高材生名叫泰瑞·兰迪的人发展出一套与众不同的交易方法，名为“魔术T预测法”。这套方法的中心理论是：股市上涨与下跌的时间其实是一样的，只是涨幅与跌幅不同而已。因为股市下跌之前，总有一段抗跌的阶段；上涨之前，也总有一段凝聚动力的阶段。计算时间时，就要从这段期间开始，并不是等到股价到达高档或低档才开始计算。这套理论与舒华兹以前所学的完全不同，但是它对舒华兹帮助很大。

舒华兹在1978年结婚，他的妻子对他的影响极大，妻子对他说：“你出来自己干好了。你已经34岁，而且不是又一直想自己干吗？就算你失败，至多也不过再回头去干分析师罢了。”已经干了8年的证券分析师，并开始对这份工作感到很厌烦的舒华兹知道自己必须改变，也知道该为自己工作，不要再看客户或老板的脸色。为自己工作是舒华兹生活的最终目标，在妻子的劝说说下，他下定决心要创立自己的事业。

马丁·舒华兹一向自认是个勇敢而坚强的人，然而等到单枪匹马到股市闯天下时，却紧张得要命。当时舒华兹有14万美元，其中有3万美元要用来缴税；9.25万美元用来买证券交易所的席位。这样，在成为场内交易员时，可以运用的资金只剩下2万美元了。于是又向妻子的弟弟借了5万美元，资本增加到7万美元。4个月过去之后，舒华兹的资金已扩大为10万美元。第二年，又赚进60万美元。从1981年以后，他靠交易赚得的钱从未少于7位数字。

舒华兹在家里的办公室中独自工作，他对自己没有雇用助手而感到非常骄傲。这如同独行侠的交易员，尽管操作非常成功，也往往不会享有什么名气。可是，舒华兹却由于经常在全美投资大赛中获胜，而建立相当程度的名声。舒华兹的操作并没有“顺势而行”之类的原则。感到惊讶不已的是舒华兹每天做着一成不变的功课。就算是在接受采访的时候，他也是一直没有停下手边的工作。尽管他看来已经相当疲倦，他还是等到分析工作结束才休息，他以此宗教狂热式地精神做每天的功课，从来没有间断。

随着舒华兹在华尔街的投资越来越成功，他身上承受的压力也越来越大，他甚至患上了心肌炎，而且差点因此而丧命。医生建议他最好换一种生活方式，放慢生活节奏。于是在48岁的时候，舒华兹和他的妻子以及两个孩子搬到了佛罗里达州，他开始打高尔夫球，养成了一种好的生活习惯，既可以天天进行交易，又可以生活得很悠闲。随着财富的积累，舒华兹在华尔街的声望也与日俱增。



第3章 拉斯维加斯万岁



把你的优先顺序弄清楚！

我已经不再常去玩牌、赌马或跑去赌场厮混了。当奥黛莉和我在1978年的夏天设定了我的“计划”之后，我把我的赌场转移到股票、选择权，以及史坦普指数期货市场上。但是我并没有忘记我在艾迪·柯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

汉家的地下室、水道赛马场、欣斯岱尔、欧洲、拉斯维加斯、阿瓜维特餐厅，以及天堂岛那里所学到的人生课程。愈来愈多崭新的金融工具在这场金钱游戏中出现，操作行为也渐渐地从交易场中转移到电脑系统里，愈来愈多的操盘手在像哈佛大学、宾大华顿商学院、巴黎索尔邦大学，以及伦敦经济学院学习他们的课程。学历固然重要，但是全世界所有名校的学位在交易场开盘钟声响起时都嫌不足。我从许多前来找我寻求建议的年轻人身上看出这一点。除非他们在内心深处已经有了深刻的体会，否则他们没有办法遵守操作纪律，没有办法在关键时刻扣下扳机，也没有办法成为真正的市场赢家。

一个伟大的操盘手，一定也是一个懂得如何赌博的人。

拉斯维加斯万岁

操作期货和在赌桌上赌骰子有非常多相像之处。所以拉斯维加斯是一个想要成功的操盘手磨炼心理上遵守操作纪律最佳的地点。没有人能够持续地在拉斯维加斯赢钱，但是，如果你真的是个中好手的话，你可以在部分时间里赢钱，而在其他时间内控制亏损，那你倒是有办法每一回去玩都乐在其中，不至于败兴而归。但这必须是在你能够恪守操作纪律的状况下才行。赌场都希望你靠勇气和直觉来赌博，而非用你的头脑来赌博，而且他们会想尽一切办法来打断你的注意力。他们提供无限制的酒类饮料、穿着凉快的女人，以及无止尽的娱乐，一天 24 小时，每周 7 天，一年 365 天从不间断。

我最喜欢的赌戏是掷骰子。这非常像在交易场中做交易的特性——节奏快、噪音大、人群挤，而且也都有很多的金钱在其中流动。12 个玩家斜靠在赌桌旁看着每一掷，急着要看出谁是赢家。当有人开始掷骰子时，筹码在空中飞舞，旁边的人群向前挤得更紧，女人则向场子外面靠过去，每个人的呼吸都变得很沉重，旁边的呼喊声更加大了分贝。这感觉真的好像我在交易场里站在小鸡、法兰尼和肥麦克的身旁一样。

我是一个“不弃权”型的玩家，意思是说我总和掷骰子的人对赌。不论你是否和掷骰子的人对赌，获胜的几率其实都是相同的，但大部分的人都下注掷骰子的人会赢。我之所以这么做是因为不希望和那些穿着蓝色的休闲衫，在胸前开叉的地方挂着一大块金牌的乡巴佬，或者是穿着有亮片迷你裙，总是在掷骰子前往手里吐一口唾沫的肥胖女人站在同一阵线上。我希望他们都掷得很糟，这样我才能赢钱。所以基本上，每个在骰子赌桌旁的人，甚至包括那些靠赢钱的人打赏的赌场职员，都讨厌我。不过这一点并不会困扰到我。不管是在骰子赌桌上或是在交易场里，输家，永远痛恨赢家。

在拉斯维加斯赌骰子的经验，让我学到了三个我认为对于金融操作绝对重要的规则。

第一条规则是把你的自尊心和赌戏（操作行为）分开。绝不让情绪因素介入操作。当你在和别的赌客对赌时，不应该把事情个人化，而应该对事不对人。如果你让自尊心渗入赌局当中，你可能会在乡巴佬赢了几盘之后把你的赌注加倍，或者是当穿着亮片的胖女人掷不好时降低赌注。我发现这种行为是一项自我毁灭的做法，必然会导致你把事情完全搞砸。你必须完全不做任何情绪性的反应，不动如山。高山从来不会对人不对事。

第二条规则是管控你的资金。当我一走进赌场时，我就走到兑币处窗口前，要一个保管箱来放我的钱。我把所有的钱都放在那个保管箱里，身上只留个几百块。如果手头上的钱都输光了，我就得去打开保管箱取钱。这个强迫自己去保管箱拿钱的动作可以达到两个目的：一、这使我能暂时离开赌桌，自动把一直输钱的烂手气给终止掉；二、也让我有时间轻松一下，然后思考下一步要怎么做比较好。这个动作的效果就好像在我脸上泼盆冷水一样。这对于金融操作同样适用：把你的钱放在另外一个独立户头，除非你紧急把钱转账过去，否则你的营业员无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

法动用。如此一来，你就不会因为一时的情绪激动，而轻易把手中的子弹一下就用光了。

第三条规则是在一连串胜利后换张赌桌。你在过去一段时间当中愈幸运，你的运气就愈可能马上就消失无踪。换张赌桌并不是件容易的事，尤其是在你手气一直都很顺的状况下更是如此。人类的天性告诉你如果在一张赌桌上赢钱的话，就该留在那里，赚更多的钱。但是你真正该做的，是拿着刚才赢得的钱，起身回到兑币处，把多余的钱存起来，手上仍然只留下那几百块钱。周期性地带着你赢来的钱离桌是避免被赌场的优势给拖累的唯一办法。之后，如果你还是觉得运气正旺，仍然有足够的专注力，而且还想玩的话，还是换张桌子玩吧！如果你的状况真的那么好，换张桌子还是可以继续赢钱的。

像这些心理上的操作纪律或许不能使你成为市场中的大赢家，但是如果你没有这些操作纪律，或是没有遵守的能力的话，毫无疑问的，你一定会成为一个大输家。



第7章　一连串的亏损

一连串的亏损

每个操盘手都得面对它，而只有真正的赢家知道如何处理它。在短期内发生一连串恼人的亏损这种现象总是一再地出现，并且深深困扰着伟大的操盘手。它使你丧失判断力，逐步消耗你的自信心。有时候，它能让你掉到一个永远无法跳脱的低潮中。你很确定一定有什么事不对劲儿，使你丧失了对市场的敏感度，再也无法在市场中求取胜利。一旦你身陷其中时，会觉得一切的不顺利好像永无止境，在大部分这类情况中，你的判断力和市场节奏感都会消失无踪，这时你唯一该做的就是暂时停止交易，先冷静下来再说。

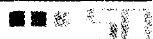
结束一连串亏损的最好方法就是马上停损，并且把你的自尊心完全从这场金钱游戏中排除掉。我多年前在拉斯维加斯的骰子赌桌上就已经学到了这一课。赌场里有一句迂腐但明智的陈腔滥调说：“不要在输钱后再把更多钱送出去！”这真是至理名言。你必须审慎地管理所拥有的有限资源，并且绝不让自己产生太大的亏损。许多人在他们输钱的时候加大赌注，他们加倍赌注，是希望能在下一把骰子赌局中，将所有的亏损弥补回来，采用这种策略的下场通常都很凄惨。停止一连串亏损最好的方法就是停止交易！马上停损，立刻停止流血般的亏损！休息一下，让你的理智控制住你的情绪性反应。任何时候等你准备再出发时，市场都还是在那里的。

但是请相信我，这么简单的建议可真是知易行难啊！在1996年的8月时，我正陷入交易生涯中最糟的连串亏损当中，而真正快把我搞疯的是，虽然认真检讨那些造成亏损的交易，但是我太害怕亏损，以至于无法以赢家的心态来思考。这种对亏损的恐惧使我的反应速度大幅减缓，当我看到任何事发生时，却应对得愈来愈迟缓，而这使我面临更大的交易风险。

我所必须做的就是暂时退场，重新充电，但是当时我做不到。有个家伙打电话约我去打高尔夫。我知道得休息一下，所以就告诉他我可以和他打个18洞。但当我准备出门时，竟不自觉地想做些什么。我就是无法眼睁睁地看着市场一路上扬而竟然未能插上一脚。于是我在出门前买进了10口史坦普期指契约，然后因为这个烂部位又输了2.5万美元。这不但毁了我愉快的一天，还再度折损了我的自信心。

你永远都不应该在还没把车排进空挡前就直接从倒车挡排进一档。你得先轧平所有的部位，才能使恶劣的交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



易情况有所改善。你必须懂得停损！当你对亏损的恐惧逐步上升时，你的情绪开始使理智短路，而你对自己的所作所为将不再有信心。停止情绪性反应！冷静下来！并且靠你的理智重建动能。记住，时间永远是你的盟友。利用时间来放松心情，澄清思绪，重新找回你的能量。

一旦已经执行停损，就坦然接受你所承受的亏损。经过一阵准备阶段，等你对交易习惯和操作方法再度感到认同后，就已经准备好重出江湖了。重新出发的最好方式就是先少量操作，并且把重心放在获利的稳定性上。千万不要在重新出发时，马上就想大捞一票。

当我回到市场上时，会找一个很满意的交易机会，然后少量操作，并且设定严谨的停损。如此一来，如果我又犯错，就马上砍掉出场。我随时都在提醒自己"赚小钱，赚小钱，赚小钱"，"黑字，黑字，黑字"。这些都是心理层面的问题，我觉得我在这方面生了病，而借着这些方法使我得以复元。我急需恢复自信心，因为自信心是成功操盘手不可或缺的要素。我在另一天建立了 3 口契约部位，这对我来说是小得微不足道的部位，但是我最后靠着这 3 口契约赚了 1.5 万美元。靠着这笔钱在次日又把总盈余增加为 4 万美元，突然间，再度找回了从事交易的热度，这感觉真棒！

如果因为某些理由使这种做法一开始就没啥作用的话，先停止交易更长一段时间，然后以更小的部位再度进场。在你能找回所有的感觉，并且把先前一连串亏损所造成的阴影抛诸脑后前，最重要的事就是将你的交易资金保护好。连串的亏损是这场金钱游戏中最不幸的一部分，但如果你是一个纪律严明的操盘手，懂得在操作不顺时先让自己退场观望的话，亏损就会结束而账面上又会出现令人欣喜的黑字了。



第 8 章　确实执行停损

确实执行停损

最棒的交易工具之一就是停损。在停损点将你的情绪性反应和自尊心分开，并且承认你的错误。大部分的人在做这件事的时候都面临相当的困难，而通常他们不会把输钱的部位卖掉，反而是双手合十，期盼市场会了解它是错的，然后反转回来照他们认为"应该出现"的走势发展。这种态度通常都会造成自我毁灭的后果，因为就像乔·格兰威尔曾经说过的："市场根本不知道你作多还是作空，它对此毫不在乎。"你是那个唯一会对自己的部位渗入情绪性反应的人。市场的走势只不过单纯反映供给与需求的变动而已。如果你为市场的走向而欢呼，就必然有某个人在市场走势不利于你的时候同样欢声雷动。

接受亏损是一件非常困难的事，因为停损不啻承认自己已经犯了错误。但是在金融市场里，犯错是不可避免，必然会发生的事。在进行每一笔交易的同时，一定要预先设立"认输点"，只要这个价位一到，你就停损出场，而你必须要有这种心理上的修养在这个点到达时切实执行停损。

有一天，我和我的老哥儿出门打高尔夫球，在打球的时候他不停地为他在海湾网路这只股票赔了大钱而唉声叹气，一直表示他不知道哪里做错。他在那只股票的市价还在三十几美元的时候就已经听到风声，但是在他忙着找各种报告研究这档股票时股价已经涨到四十几美元，而他在股价拉回到四十三美元时进场承接，在股价随后续跌至三十五美元的时候，他犯下了操作大忌，加倍加码买进。然后就坐在那儿无助地看着他心爱的股票跌到十几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美元一股的价位。“更让我气昏的是，”他说，“这档股票在跌势当中曾经强劲反弹过几次，而我却没有砍掉部位，只是坐在那儿看着我的钱缩水。”

“你原来的计划是什么？”我问他。

“我的计划？我要抱着这只股票直到它回到50块为止啊。不然要怎么样？”

这就是门外汉们的问题所在了。他们只有一半的计划——简单的那一半。他们知道他们预计要赚多少钱，但是对于准备输多少钱可是一点概念都没有。他们就像上了马路的鹿，眼睁睁看着迅速接近的车灯发愣，不知所措，只是呆呆地站在原处等着被车碾过去。他们对处于亏损部位的唯一计划就是：“老天爷！求求你！让我能够逃过这一劫，我再也不会犯同样的错了……”但这完全是狗屎！因为如果好死不死他的部位又回到原价，他们马上就会把老天爷忘到九霄云外，开始觉得自己真是天纵英明，交易奇才，然后总是再度犯下同样的错误。这表示他们一定又会再度套牢，而且被套得更惨。

大部分人没有办法了解的一点就是，当你正在输钱的时候，你也正开始丧失客观性。就好像在拉斯维加斯的骰子赌桌上，当你正在输钱时，一个穿着亮片装的胖女人摇着骰子准备出手，而你下定决心不让她赢你的钱一样。你忘了她才不管你是输是赢，只是在玩她自己的骰子赌戏罢了。不管任何时候你开始感到嫉妒、情绪化、贪婪或是愤怒时，你的判断力就会大打折扣。市场就像那个摇着骰子的胖女人，它才不在乎你在干什么呢！这就是为什么当你到达停损点时就该放下自尊，轧平赔钱部位的主要原因。如果你和大多数的人一样，在这方面有无法克服的困难，就该学学希腊神话里的奥地修斯：把你自己绑在船的桅杆上——利用自动执行的停损指令来帮助你把情绪阻隔在这场游戏之外。

停损可以两种方式执行：在你的经纪商那里放一个设定价位的停损指令单，或在你自己心中设定一个价位，不管发生什么事，只要价位一到就执行停损。不论你使用哪种方法，停损是一种自我保护的投资，因为只要你对行情的看法是错误的，停损将使你免于因保留亏损部位而遭受更严重的损失，并且让你不至于掉进一个可能越挖越深的无底洞，更可以保留东山再起的实力。停损自动把你的脑袋从负面思考中拉回中性的思路中。虽然在停损后你的钱不会回到原点，但是你的心智将回到能够重新组织和产生新点子的状态，不再因为亏损部位而使你的脑筋停滞不前。

你在一笔交易中亏损愈多，你的客观性就变得愈低。迅速地从一个赔钱的交易中脱身可以使你头脑清醒，并使你的客观性得以重建。在片刻的喘息后，如果你能够客观而理性地证明原先的想法依然可行，可能会重新建立同样的部位，但要随时提醒自己市场上多的是机会，不一定非要单恋一枝花不可。借着停损，你的交易资金因而得以保护周全，你因此也争取到下一个高获利、低风险交易机会的参与权。

“所以，舒华兹先生，如果我们批准了您的申请，您计划采用什么方式来支付每月的维修费用呢？”说这话的人是公园大道大厦住户管理委员会的主席。

每月的维修费用？他到底在说什么鬼？我们正打算砸下300万美元的现金来购买一个位于7楼、有12个房间的公寓，而现在这家伙竟然想知道我们是否负担得起每月维修费用？

“您从事商品期货交易的工作，”这家伙继续发表他的高论，“那不就像赌博一样？我们只是想确定我们这里所有的屋主财务状况是否都够稳定。谁知道何时有什么突发状况会发生呢?我们真不愿到时候得要求您搬出去啊！”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我望着奥黛莉。她脸上也带着同样忧心忡忡的表情，就好像她看着我要去玩高空弹跳时那样。我深深地吸了一口气，然后说："从我的申请表里面，你可以看出我在过去五年来每年都维持七位数字的收入，而我们的净值目前是九百万美元。我一点也不觉得在未来会出什么差错。"

"不过，什么事都可能发生啊！市场是非常难以捉摸的。"天啊！我真讨厌这种悲观论者，他们都是标准的输家。"这样子啊，"我说，"如果会发生什么事的话，我想你只好要求我们搬走喽。你知道，你得做你该做的事嘛！"



第9章　成功操盘手的本质

成功操盘手的本质

我有一个名叫马克·库克的朋友，他是一个住在俄亥俄州的农夫，同时也是一个很好的操盘手，他甚至发展出一些有趣的交易策略，并且透过传真服务把这些策略卖出去。有一天我拿起电话，拨了马克的号码，问他说："嗨！马克，我是马提·舒华兹，你最近好吗？"我很喜欢和其他优秀的操盘手聊天，因为我急于和他们交换资讯。我一点也不介意在得到资讯的同时也分享我所知道的给别人，而目前马克也会把他的传真稿传给我，我们也根据这些策略进行交易。

1997 年的 1 月 23 日，我收到了一封马克的传真稿，那篇稿的标题是："什么东西使人成为成功的操盘手？"一般人总是喜欢问我想要成为伟大的操盘手要做些什么，所以我非常有兴趣看一看马克对这件事有什么想法。

根据马克的说法，第一点，想要成为成功的操盘手必须具有全心投入交易的自我承诺，并且全职从事交易。必须将操盘视为你的职业，因为如果不这么做的话，那些把操盘当做职业的人，就会在很短的时间内把钱从你的身边拿走。马克整天都盯着市场行情，从开盘直到收盘为止，并且保有一份有时甚至长达四十个要点的交易日记，不间断地记载着每天行情的变动状况。如果他不这么做，他的获利就会显著衰退。"在操盘手这行里没有任何捷径，如果你松懈懒散，市场马上就会发现。"

第二点，他说，要将你自己的个性融入操盘习惯中。如果你是一个对事情很容易做情绪性反应的人，那就承认自己是情绪性的人，并且将你的交易习惯架构于这点之上，让你的情绪成为交易的助力，而非阻力。如果你生性贪婪，或者胆子很小，都将影响你从事交易时的决策力。如果你无法察觉出左右情绪的原因，你的决策将会发生错误。马克是一个有胆小恐惧倾向的人，每当他最感到恐慌而裹足不前时，他对于自己情绪的认知，帮助他克服心理障碍而大胆作多。"无论何时，每当我快抵挡不住恐怕时，我受过的训练会告诉我作多。而我深信训练和纪律一定会胜出，如果做不到这点任何人都注定失败。"

第三点，马克说，计划是交易行为中最客观的一部分。事先做好最糟结果的模拟，并且针对它进行充分的演练。在你执行每一笔交易前都保持最客观的心态。一旦你已经执行交易，建立部位后，情绪将掌控一切，你必须在这之前就将计划准备好。知道什么样的条件可以证明你已经犯错，并且在那些条件成立后马上承认错误。"轧平部位，撤退，保留你的实力准备另一天的战斗。这些作法看起来怯懦，但却能有效防止你在市场上'阵亡'。"我完全同意马克的看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另一个我常想问的问题是，到底操盘是不是一种可以自然产生的行为，还是一种可以经由学习而得的技能。我的答案是——两者皆是。从自然的层面来看，我对数字向来感觉敏锐，个性喜好竞争，而且好赌。然后大学的教育让我学会如何努力工作，哥伦比亚大学商研所给我完整的商学知识，而海军陆战队则训练我在枪林弹雨下如何因应状况。一个伟大的操盘手就和一个伟大的运动员一样。你必须具有先天的条件，但也必须训练自己如何以最有效的方式运用它们。



第 17 章　操盘制胜要诀

我如何应付程式交易

对一般的操盘手而言，程式交易实在是一场灾难。我称程式交易为“任天堂维加斯”，因为目前它平均每周都占纽约证券交易所 15%到 20%的成交量。在 1987 年 10 月美国股市戏剧性地重挫之后，由于程式交易毫无理性的卖盘，对原本就已经疲软的市场造成极大的伤害，所以市场掀起一阵废止程式交易的声浪。但是最后，有关当局引进了一种单点控制制度来限制程式交易在单一交易日中对股市可能造成的破坏。所有在 1987 年崩盘那天参与程式交易卖盘的大型经纪商都誓言不再从事这种可憎的行为。但随着时间的流逝以及贪婪之心的做祟，大部分的玩家又再度回到这种赌战当中。大盘当中每天有 15%到 20%的成交量是这些大单子做出来的，金钱和权力在华尔街永远能够大行其道。

不过呢，虽然情势这么恶劣，还是有办法可以生存甚至维持获利。你必须知道市场的趋势，然后耐心等待这些科技主义者把市场压低到你的轨道线上。除了可以用马克·库克的纽约证券交易所股价净变动指标和道琼股价净变动指标操作法之外，也可以在程式交易接近尾声时反向操作，以使在它所造成的极端走势结束后获利。就像任何一名优秀的战士一样，你要耐心等待，直到这些机械性的恶毒卖盘告一段落后，再用反向部位加以反击，但是在采取这种策略时，一定要很有纪律地设定停损点。

这就是我一向采用，而且有效的策略。虽然我并不是很喜欢使用这种游击队式的操作法，但是这种作法可以帮我调整自己在面对不断改变的市场时所需的技巧。我在对付程式交易所带来的乱象这方面相当成功，我一直在我的操作系统中加进新的工具，并且持续地用我的轨道线和移动平均线来严格执行停损。

操作中的小把戏

当我就读小学一年级时，老师问班上的每一个人长大以后想要做什么。我说：“我想当侦探。”这种喜好追查探究的天性伴随着我一起长大。我喜欢寻找事情的线索，综合大量互相无关的资料，然后从中归纳出一个合理的结论。虽然这些观察结果不见得完全科学，但它们仍然是我所发现多年以来一直重复出现的实际现象。我通常不会将这些观察结果当做另外一种工具或分析模式，但是绝对会在这些现象出现时把它们列为我操作决策的重要影响因素之一。

那些能够帮助我发现低风险、高获利几率的技术指标是我操作方法的核心。但是我一直很用心在找寻市场中的各种形态、结构，以及重复发生的状况，不论它们是多么细微，都能让我在某些交易中掌握到市场的异常状况，并且因而获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图形中的跳空缺口

跳空缺口是我在操作股票和期货，特别是股票时的一项重要工具。所谓的跳空缺口，就是当标的物的开盘价明显高过或低于前一天收盘价，并且在当天盘中维持此项差异所形成的技术形态。这种情况通常出现在一则新闻公布后，或是出乎投资人意料之外的事发生时。

在技术图形中它的样子就像是一个缺口。如果这个缺口没有在二或三个交易日中被填补起来的话，那我们就得到一个强烈的讯号，显示应该建立一个和该缺口跳空方向相同的部位。这种变化常常可以持续一段很长的时间，并且成为一种非常好的操作决策辅助工具。

一般而言，跳空缺口可以分为三种形态。第一种是逃脱缺口，这种缺口发生在股票或期货跳空脱离一个盘整区间时，代表一个很强的趋势正开始发动。第二种是持续缺口，它发生在股票或期货已经涨升或下跌一段时间之后。第三种是竭尽缺口，它发生在一个上升或下跌趋势将要结束时，而且通常价格会在这种缺口出现后由原来的主趋势反转。

共同基金投入资金时

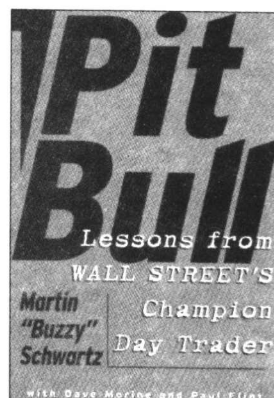
另一个有趣的形态是由共同基金投资股市的自动交易所造成的。市场通常会在前一个月份的最后一个交易日，和新月份第一个交易日的前几个小时中有较强劲的表现，这是因为有新的资金投入共同基金中，使得共同基金自动进场所致。这种形态也会在每月中旬出现，因为那时也会有新资金投入指数基金当中。我会在我的记事本中写着“月中买盘”来提醒自己注意这个现象。在空头市场中，观察这些资金流出对股市大盘的影响也是我觉得很有趣的一件事。

三日定律

不论何时，只要像微软或英特尔这种股票出现连续三天同一个方向的价格变动时，你就不应该在多头走势的第三天作多，或是在空头走势的第三天放空。因为这通常是一种短暂性的盘势。通常股票若出现连续三天的相同走势，第一天会是由市场里先知先觉的玩家发动的，而后知后觉的操盘手则在第二天跟进，然而到了第三天，连那些原本不知不觉的操盘手都开始进场时，这个走势就已经接近尾声了。这是一条重要的定律。如果一档股票遇到利空消息而跌下来时，在跌势进入第三天就应该开始寻找买点，因为那些坏消息可能已经在过去三天中被市场消化掉了。

卖权/买权比率

我的朋友马提·崔格是第一个发现可以利用芝加哥选择权交易所的动态，作为测量市场气氛反向指标的人。他的理论是如果连一些比较不专业的投资人都开始利用买进选择权交易，来达到赚大赔小的目的时，通常表示市场的头部和底部已经快要出现了。卖权/买权比率显示出市场中比较不专业的投资人对于后市的空头或多头预期心理。当市场中出现一个极端的卖权/买权比率时，市场经常都会向相反的方向修正。理论上，一个非常高的比值通常代表市场中的恐慌心理已经到达极点，而空方的卖盘即将结束，市场出现反弹的时机也不远了。



《交易冠军》
英文版封面

市场对于新闻的反应

鲍伯·佐尔纳曾经教我一个非常重要的指标，来分析市场对新闻的反应。如果出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现利空消息，但市场并未做出任何反应，反而持续上扬时，这就是一个强烈的多头讯号，因为这代表市场已经吸纳了这个利空消息。从另一方面来说，市场如果对利多新闻也是无动于衷的话，也代表市场已经完全吸纳了这个利多消息。以股票市场而言，不少投资人会因为利多不涨，甚至利多反跌而感到困惑，此时这个所谓的“利多消息”可能已经被市场完全反应了。我从鲍伯·佐尔纳那里学到最重要的一课是，当市场的情况糟到了极点，糟到让你觉得开始反胃时，或许就是你该再度加码摊平的时候了，但是这种作法只该在你已经设下严格的停损指令，并且有决心执行停损时才可使用。

新高/新低

专门报道金融市场的报纸都有股票新高/新低清单。根据牛顿第一定律，一个活动中的物体会持续它原来的运动方向，直到有外力介入为止。一档下跌中的股票会持续下跌直到有显著的买盘介入为止。一档上涨中的股票也会持续走高直到卖盘使它停住为止。所以新高/新低的个股清单是你可以用来找寻新的操作想法的良好参考。

周一效应

我在过去几年来发现一个现象，那就是随着投入指数型基金的资金愈形庞大，使得星期一再也不是以前那个无聊的交易日了。共同基金经理人会在星期一将他们在周末收到的新资金投入市场，因为他们有义务要完全运用那些资金。由于星期一的成交量通常会低于一周中其他的交易日，所以共同基金的动作在最近加大了周末股市上扬的效应。

市场的几率日历

每天我都会去了解历史上的今天发生了什么事，并且把这些事实牢记在心里。虽然这些历史并不会让我去建立部位，但是它们会使我更小心应付历史形态重现的可能性。我会随时放一本“股票操盘手市场几率日历”在桌上，这份日历中提供了市场在一年中每个交易日内上涨的几率，而我则将其中最高和最低的数值作上记号。所以如果现在的市场处于多头当中，而当天市场上涨的几率又高达75%时，就应该考虑作多了。

选择权到期效应

我一向会在衍生性金融商品（如选择权和期货）的到期日当天小心因应，此外我也注意到市场通常会在到期前一周的周四开始持续下跌到周五，然后反转走高并且上涨到到期日当天为止。如果我看见这种形态正在形成时，会很注意不要让自己的空头部位被轧到。通常在选择权到期日里，买进和卖出的程式交易会让市场上冲下洗，把你的部位震出场去，甚至引诱你建立错误的部位。

此外我也发现那些程式交易者常常会在到期日当天让市场在最后半小时内以强劲涨势作收，而且在下一个交易日的最后一个钟头建立相反的部位。我将这个现象称为“舒华兹交错法则”。在选择权和期货的到期日操作是一件很困难的事，由于市场在那天当中会因为衍生性商品到期而出现假突破，所以建议投资人还是在那天退场观望为妙。

利用半小时效应

我最近发现不知道为了什么原因，程式交易通常是以半小时为单位时点而发动。这或许是因为某个头脑简单四肢发达的家伙把闹铃定在十一点整，时间一到，他就按钮启动买进程式，而另一个程式操盘手的表则设在一点三十分。我也发现在接近中午时分会出现一种我称之为“午间涨势”的买盘，这也可能是因为这些程式操盘手赶着在午餐前把部位买齐所造成的。每个交易日的最后半个小时间市场波动总是特别剧烈，因为所有的机构操盘手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

都急着在收盘前采取动作。

扫荡高点，扫荡低点

在平静无波的交易日里，市场只是缓慢地在一个狭窄的区间内上下波动，而期货交易所的场内操盘手们，则算计着要如何利用扫掉别人停损单的机会来大赚其钱。通常停损单都会放在前日的高点以上或前日的低点以下。所以在市场没有特别趋势的交易日中，这些知道别人停损单放在哪里的场内操盘手，就会商量好一起把高点附近的停损单给扫光，一旦他们得逞后，就会反向急杀，把低点附近的停损单也一并解决。想要应付他们这种作法，就要在前日的低点以上放买单，在前日的高点以下放卖单，跟随着这些场内操盘手来赚些钱。

休假后的第一笔交易

在你休息一段时间后，第一次重回市场时，请务必放慢下单动作，并且调整身心状况和眼睛以使重新熟悉市场的韵律。每当我迫不及待地冲上战场厮杀时，都难免在反应前就惹上麻烦。必须在你回复理性思考并且排除所有情绪性因素后，才进行休息后的第一笔交易。

恶梦未成真时

我先前曾经说过，不论何时当你最害怕的恶梦没有成真，而且市场回到一个比你预期更好的情况时，这可不是因为你运气好所造成的。你很可能会想要在市场一回来时马上轧平部位，逃出生天。但是我却认为当事情不如原先所想的那么糟时，你真正该做的或许是加码，而非砍仓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《罗杰斯环球投资旅行》

【美国】吉姆·罗杰斯（1942～　）

由于我是干这行的，所以每当我在外旅行，总能发现前景看好的投资机会。虽然这并不是一次投资旅行，但我猜想还是会去参观一些可以有所作为的证券交易所。除了骑在摩托车上，可以生动地经历而且接近这个世界和生活在这个世界上的人们，我还会了解到非洲、中国和南美的市场，我感到这些地方在90年代兴许会有突飞猛进的发展。我对澳大利亚和新西兰的市场也很感兴趣。通过投资一些沉睡的市场，使它们爆发出活力，我既为自己赚取了大笔利润，同时也造福了他人。其实，这次旅行的第一站是奥地利，我将在那儿对奥伯银行的投资委托人作一次演讲。几年前我对奥地利证券市场的投资，3年内涨至5倍。我不知道会不会找到更多这样的地方去投资。全世界正在摆脱意识形态的束缚，我想，对于投资而言，这不仅正是时候，而且是千载难逢的好时机。

——引自《罗杰斯环球投资旅行》



吉姆·罗杰斯被称为“21世纪的投资骑士”，是国际著名的投资家和金融学教授。这位毕业于耶鲁大学和牛津大学的高才生，是华尔街工作态度最勤奋和工作能力超人的分析师。作为教授，他讲的课连世界最顶尖的投资大师巴菲特听了都连声叫好。作为投资专家，他与索罗斯一起创立华尔街最成功的对冲基金——“量子基金”。这位曾经进入吉尼斯纪录的两次环球的投资旅行家，被人们称为“奥地利股市之父”。此外，他还是美国电视台CNBC最受观众欢迎的节目“你的投资组合”的主持人。

罗杰斯不仅是一位投资大师，还是一位旅行家，他的环球旅行也是他的全球投资之路。1990年，罗杰斯与女友用22个月的时间完成了骑摩托车环球旅行，曾引起诸多世人的注目和极大的轰动。他用一个西方金融家敏锐的眼光，洞察了世界各地的投资机会。在《罗杰斯环球投资旅行》一书中他所作的生动的、翔实的实证分析是任何财经报告无法包容的。

《罗杰斯环球投资旅行》一书是一个寻找未来投资“金矿”的指南针，它教给生活在市场经济环境中的人发现市场机会的方法、面对市场经济机会的方法、面对市场经济应有的观念和思维方式以及资本市场投资的捷径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net





1980年，38岁的罗杰斯与索罗斯分道扬镳，开始"以自己的方式投资"，开始了他让人目眩神迷的独立投资人生涯。1990年3月份开始，罗杰斯和她的女友骑着他心爱的宝马摩托车环游世界（除了北极和南极），历时22个月，进行了创吉尼斯纪录的"环球投资之旅"，足迹遍及包括中国在内的50多个国家，行程104700公里，打破了吉尼斯世界纪录。从葡萄牙、奥地利、德国，到新加坡、巴西，罗杰斯"把赌注押在国家上"的投资风格体现得淋漓尽致。这种把投资研究与旅游娱乐结合起来的方式使他的个人生活丰富多彩，又为他的正确投资准备了有价值的第一手信息，后来他根据自己的旅行经历写成了《罗杰斯环球投资旅行》一书，介绍了自己独特的投资旅行经历。

在环球旅行当中，罗杰斯每到一地都要考察当地的物产、历史、政府政策、证券市场甚至黑市交易场所。阅读罗杰斯的这本旅行记，随着他一起去环球旅行，你会发现世界原来如此丰富多彩，赚钱的机会如此多多，简直是遍地黄金。如《罗杰斯环球投资旅行》一书介绍了罗杰斯在非洲传奇的投资经历。在黑非洲这片向来被认为贫瘠的土地上，我们一般人都知道南非因为拥有钻石和民主制度富得流油外，我们不知道竟然还有一个叫博茨瓦纳的地方，其经济发展呈现出蓬勃的生机，超乎我们对非洲的想象。博茨瓦纳每年的出口大于进口，贸易为顺差，更令人震惊的是它的政府预算也是顺差，政府预算出现顺差在世界任何地方都是稀奇的，更何况在非洲。博茨瓦纳有3年的外汇储备，也就是说，它明天停止出口，它的央行仍具备以目前的汇率进口3年的能力。

想象一下像意大利这样的国家其外汇储备以周计、韩国在经济危机时外汇储备差不多耗尽时的惨相，博茨瓦纳是多么的让人惊奇。而且政府正在培育股票市场，通过股票市场来融资，开放市场，引进外资。促使罗杰斯投资于此的第三个原因是因为博茨瓦纳紧邻南非，而南非正在飞速发展，南非又是博茨瓦纳最大的贸易伙伴；另外博茨瓦纳社会环境安全稳定，没有南非的政治、经济和社会危机，但又可获得南非全



吉姆·罗杰斯的7条投资法则

量子基金创始人之一、环球旅行投资家吉姆·罗杰斯言简意赅的投资哲理，都是感从心来、实践出真知。

1. 勤奋。"我并不觉得自己聪明，但我确实非常、非常、非常勤奋地工作。如果你能非常努力地工作，也很热爱自己的工作，就有成功的可能。"这一点，索罗斯也加以证实，在接受记者采访时，索罗斯说："罗杰斯是杰出的分析师，而且特别勤劳，一个人做六个人的工作。"评价：一分耕耘一分收获，但也要注意看"场所"。勤奋首先是一种精神状态。每次行动之先，是缜密的思考和研究，是"精打细算之后准确地出击"！

2. 独立思考。"我总是发现自己埋头苦读很有用处。我发现，如果我只按照自己所理解的行事，既容易又有利可图，而不是要别人告诉我该怎么做。"罗杰斯从来都不重视华尔街的证券分析家。他认为，这些人随大流，而事实上没有人能靠随大流而发财。"我可以保证，市场永远是错的。必须独立思考，必须抛开羊群心理。"评价："每个人都必须找到自己成功的方式，这种方式不是政府所引导的，也不是任何咨询机构所能提供的，必须自己去寻找。"

3. 别进商学院。"学习历史和哲学吧，干什么都比进商学院好；当服务员，去远东旅行。"罗杰斯在哥伦比亚经济学院教书时，总是对所有的学生说，不应该来读经济学院，这是浪费时间，因为算上机会成本，读书期间要花掉大约10万美元，这笔钱与其用来上学，还不如用来投资做生意，虽然可能赚也可能赔，但无论赚赔都比坐在教室里两三年，听那些从来没有做过生意的"资深教授"对此大放厥词地空谈要学到的东西多。评价：成功并不完全取决于专业知识，更主要的是一种思维方法和行为能力。哲学能使人聪明，而历史使人温故而知新，更加明智。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

部的发展潜力，博茨瓦纳股票市场只有 7 名职员和 7 只股票，股价很低还有现金红利。罗杰斯当即购买了全部股票，并告诉经纪人买下以后上市的每一只股票。结果 2002 年博茨瓦纳被《商业周刊》评为 10 年来增长最快的国家。

《罗杰斯环球投资旅行》一书中还介绍了 1990 年 6 月罗杰斯到达日本后的投资经历。1990 年日本的股市和地产市场都已经开始从高处往下掉，过热的投机开始折腾这个国家。在价格最高的时候，日本皇宫的那块地皮比整个佛罗里达州还要贵。那样的离谱价格，只有往下掉，掉个不停，所有人对下跌已经麻木，哪里还有赚钱的机会吗？在一片哭声之中，罗杰斯还是慧眼独具。他看到了被严重低估了价值的日本期货交易所的会员资格。而当时日本证券交易所的席位已经卖到 600 万美元，而商品交易市场的会员价只抵其一小部分。日本的商品交易会越来越多，在现有价格下，会员价会猛涨。在金融市场泡了几十年的罗杰斯已经有了敏感的直觉。



跟随罗杰斯



随着中国证券市场的投资者越来越多，“炒股”的书也渐渐成了出版业的一股主流，而其中的“外版书”更是占据了独特的重要地位。

不少第一代的投资人是在 20 世纪 90 年代初读马尔基尔的《漫步华尔街》入门的。厚达 50 多万字的《一个美国资本家的成长》和艰涩难懂的《金融炼金术》在 20 世纪 90 年代中期都很抢手。相比之下，小投资者大多觉得此类“经典”实用价值不大，不如“短线法宝”之类的书管用。其实，投资成功取决于很多因素，指望照搬书本致富自然容易进入误区。在我看来，能启发思维、开阔眼界的就是一本有价值的书。从这个意义上说，我认为有一本书——《罗杰斯环球投资旅行》的价值被市场大大低估了。

---

4. **绝不赔钱法则。**“除非你真的了解自己在干什么，否则什么也别做。假如你在两年内靠投资赚了 50% 的利润，然而在第三年却亏了 50%，那么，你还不如把资金投入国债市场。你应该耐心等待好时机，赚了钱获利了结，然后等待下一次的机会。如此，你才可以战胜别人。”“所以，我的忠告就是绝不赔钱，做自己熟悉的事，等到发现大好机会才投钱下去。”评价：知己知彼，百战百胜！不打无准备之仗！

5. **价值投资法则。**如果你是因为商品具有实际价值而买进，即使买进的时机不对，你也不至于遭到重大亏损。“平常时间，最好静坐，愈少买卖愈好，永远耐心地等候投资机会的来临。”“我不认为我是一个炒家，我只是一位机会主义者，等候机会出现，在十足信心的情形下才出击。”罗杰斯如是说。评价：“错过时机”胜于“搞错对象”，不会全军覆没！当然，最好是恰到好处找准目标！

6. **等待催化因素的出现。**市场走势时常会呈现长期的低迷不振。为了避免使资金陷入如一潭死水的市场中，你就应该等待能够改变市场走势的催化因素出现。评价：“万事俱备，只欠东风”，耐心等待时机和契机！

7. **静若处子法则。**“投资的法则之一是袖手不管，除非真有重大事情发生。大部分的投资人总喜欢进进出出，找些事情做。他们可能会说‘看看我有多高明，又赚了 3 倍。’然后他们又去做别的事情，他们就是没有办法坐下来等待大势的自然发展。”罗杰斯对“试试手气”的说法很不以为然。“这实际上是导致投资者倾家荡产的绝路。若干在股市遭到亏损的人会说：‘赔了一笔，我一定要设法把它赚回来。’越是遭遇这种情况，就越应该平心静气，等到市场有新状况发生时才采取行动。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国人吉姆·罗杰斯与索罗斯合伙创办量子基金。1980年，罗杰斯开始“以自己的方式投资”。他的方式是驾车做投资旅行。刚开始是区域性旅游，后来发展到历时3年、创吉尼斯纪录的“环球投资之旅”。罗杰斯在《罗杰斯环球投资旅行》一书中讲述他携女友1990年3月开始的第一次驾车环球旅行和投资经历。

更有趣是1999年，罗杰斯在其第二次环球投资旅行时曾在上海证券交易所开户，并对B股市场有过一番高论。他说B股股指已从高位下跌85%，考虑到中国的惊人潜力，投资价值之大不言而喻。他说他会选择投资4家公司，其中一家公司在浦东拥有土地资源，其他的是轮胎橡胶、家电和玻璃企业。罗杰斯不选择高科技，而青睐为中产阶级提供更好生活的传统产业。他预计如果政府有鼓励投资B股的政策出台（或货币实现自由兑换），B股将大涨。此后事情的发展验证了他的判断。罗杰斯相信，就像英国代表19世纪、美国代表20世纪一样，中国是21世纪的代表。为此，他建议子女学习汉语，建议学习投资的年轻人“去学习历史和哲学，去远东看看”。

每次罗杰斯返回美国，都会成为热门话题。电影厂为他做专题片，电视台请他主持节目，他还在大学常年讲授高级证券分析课程，听众中有巴菲特这样的人物。当然，影响最大的还是他自己撰写的书。

西方书评界说，跟随罗杰斯就能发现未来投资的金矿。在经济日益全球化的今天，我也希望有更多的中国投资者能与有国际视野的投资大师神交。（黄　翔）



罗杰斯告诉我们什么

近年来，越来越多的国际投资大师被介绍到国内。不仅仅是因为他们的传奇故事和个人魅力打动了中国人。事实上，他们让我们明白了财富的获得并不是那么神秘，投资之门正徐徐向我们打开。

我们渴望向他们学习。渴望投资成功的人都想向他们学习。传奇的投资故事被众口称颂，人人都想获得成功。他们的秘诀是什么？或者说，到底有没有秘诀这东西？让吉姆·罗杰斯《罗杰斯环球投资旅行》一书来回答你。

吉姆·罗杰斯，一个笑容满面的美国老头，曾和索罗斯一起创立了量子基金，在国际资本市场中屡战屡胜，给巴菲特上过课，甚至两次创造吉尼斯世界纪录。在近年来不断被介绍到国内的成功国际投资者中，罗杰斯不是第一个，却是最富传奇色彩的一个。

如果说“读万卷书，行万里路”，“实践可以出真知”，我们得承认，没有人比吉姆·罗杰斯更有发言权。他用双脚丈量116个国家，为各国经济号脉，他开车走过的路有245000公里，因此被载入吉尼斯世界纪录，这是许多人一辈子也不敢想象的。

在纽约，大多数人在华尔街的办公室里，靠媒体消息来决定怎么操作；在中国，散户们大清早在交易所门口交流熊牛行情；大户们则担当庄家，今天买明天卖迫不及待地敛财。投资者们各自援引众多理论和指标来指导自己，结果发现总是被现实打败。罗杰斯的做法和他们背道而驰，他不顾身后嘲笑或困惑的目光，登上那辆独一无二的黄色奔驰越野车，一溜烟朝下一条国境线开去。他去寻找事实去了。他的名言之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一：让我们路上见！

在《罗杰斯环球投资旅行》一书中罗杰斯讲到，他的观点是：投资于一个国家。1982年，罗杰斯开始分批买入原联邦德国股票，而从1961年一直到1982年8月的21年间，相比较于原联邦德国经济的持续蓬勃发展，该国的股市从来没有出现过多头市场。罗杰斯认为此时介入原联邦德国股市至少不会亏损。在确认总体具备投资价值以后，罗杰斯找到了原联邦德国股市腾飞的契机：大选。结果，在基督教民主党胜出的当天，原联邦德国股市就宣告大涨。罗杰斯将手中的股票于1985年、1986年分批卖出，获得了300%的利润。

投资可以有很多对象，小到一只股票，大到一个行业乃至于一个经济周期，但投资于一个国家无疑是一个庞大而难以把握的概念，也是最看重长期收益和基本面的投资。近来国内股市比较清淡，多少人都忙着为被套的资金心烦意乱，听到罗杰斯的理论，估计不少人会撇嘴、不屑、半信半疑。在多数人不理解、不知道、因为受挫折而灰心丧气的时候，罗杰斯却沉住气，找到了昏睡中的市场，因而才可能像今天一样，左右逢源，名利双收。（佚　名）



21世纪的投资骑士



1942年吉姆·罗杰斯出生于美国的亚拉巴马，他从小就不同凡响，在投资方面很有天分。他5岁开始经商，在棒球赛场上捡空瓶赚钱。6岁时从父亲那里借了100美元作为做生意的启动资金，购买了一台花生烘烤机，用小小的计谋获得了在少年棒球联合比赛中出售饮料和花生的特许权。5年后，罗杰斯还清欠款，留下烘烤机，在银行的户头上存了100美元。朝鲜战争期间，引发了商品涨价狂潮，他和他的父亲把这100美元全部买了价格正在飞涨的牛犊，战后价格回落，他们在牛犊上的投资被吞噬得一干二净。这次的惨败使罗杰斯对这个世界产生了疑问，他内心里发誓一定要真实地了解这个世界。当然，那时他还不知道期货曲线、股票，也不知道华尔街。


吉姆·罗杰斯

1964年，吉姆·罗杰斯在大学学习期间到华尔街一个公司做暑期打工，他因为估算智利爆发革命会使铜价上涨，公司老板就给了他一大笔钱。了解世界也能赚钱，这给他刺激很大，使他从而爱上了华尔街。

罗杰斯先后在欧美两所名校耶鲁大学、牛津大学学习政治、哲学和经济学，牛津毕业后服了两年兵役。1968年他揣着仅有的600美元正式来到华尔街工作，他要通过了解世界去赚钱，他尽可能多地掌握全球资金、货物、原材料流通的信息，从中找寻赚钱的机会。

不久他进入索罗斯创建的量子基金工作，在这个基金中，罗杰斯负责投资分析，索罗斯做投资决策，两个人合作默契成为基金界的一流搭档，基金茁壮成长，业绩斐然。到1980年时，基金规模很庞大，就未来如何发展问题，两人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

之间产生了分歧，罗杰斯干脆在38岁的盛年从股市退出，只是把自己在股市里十几年赚到的钱以自己的方式进行投资，不再为共同基金工作。

吉姆·罗杰斯退出股市主要是因为他要骑着心爱的摩托车周游世界。1990年3月28日到1992年8月31日，耗时整整22个月，罗杰斯和他的女友塔贝莎驾驶宝马摩托车穿越了6大洲，完成了第一次惊世骇俗的环球之旅，亲眼目睹这个美丽而又复杂的世界，确确实实亲自体验了脚下这片广阔的土地。行程超过10万公里，足迹遍及50多个国家，用金融家敏锐的眼睛考察了世界各地的投资机会。然后，用一本书《罗杰斯环球投资旅行》写出了其他任何资料和图书都难以给出的第一手资料，这本书成为了投资家最有用的指南。

罗杰斯的第二次环球旅行开始于1999年1月1日，历时3年，处于千年转换之际，故名之为“千禧之旅”。这次的旅行工具是一辆奔驰公司特意为罗杰斯制造的奔驰越野车，旅游伙伴是他的未婚妻佩奇·派克。罗杰斯外貌不太像一个环球旅行者、探险家，没有被太阳晒成古铜色的皮肤、没有强健的肌肉、没有巨大的背囊。坐在他那辆黄色的奔驰越野车中，身着普通的灰色夹克衫，看上去有些苍白的面容使得人们更相信他只是一个普通的美国老人。罗杰斯此次的行程开始于冰岛，然后穿越中部和东部欧洲，由土耳其和中亚进入中国内地；然后，驶向韩国和香港；之后，通过西伯利亚和俄罗斯返回欧洲。紧接着，在2000年，他穿越广袤的非洲大陆，直插中东，经过印度、印度尼西亚，奔向澳大利亚和新西兰。旅程的最后一个段落始于南美洲的南端，然后北上直抵阿拉斯加，本来打算2001年12月31日结束旅程，但旅途有些耽搁，旅程赶在喜庆的新年中结束，正象征了这次环球旅行的欢快和圆满。《风险投资家环球游记》是罗杰斯1999年第二次环球旅行之后的作品，荣登2003年全美畅销书榜。在该书中，罗杰斯记录下了一路的所见所闻、风土人情、惊险奇趣。书中还分析了世界各国的现状，讲述了如何投资、在哪里投资、如何思考投资问题、如何决定投资结构以及如何决策等问题。

世界顶尖投资人沃伦·巴菲特认为罗杰斯对市场大趋势的把握无人能及，而《时代杂志》则评价到，吉姆·罗杰斯是金融界的印第安纳·琼斯。



第一部 从当昆到东京



2、纽约

我得想好在离开纽约的这段时间里如何处理我的债券。证券市场是变化无常的，必须时刻紧盯着。这些变化始终令我着迷。它们时起时落，我还记得当我学会用空头方式从跌价中像靠涨价一样获取到利润时的兴奋劲。我们要去的那些地方不会有电话、电传或传真，报纸也少得很。好在我的大多数债券都是长期的，所以不用采取什么大的动作。我卖掉了一部分短期债券，期货的则一张没留。

1990年初的时候，我的大部分钱都买了公用事业公司发行的股票、美国政府的公债以及外汇。我没怎么挪动这些钱。我拥有公用事业公司发行的股票，多数是核电站低价售出的，像伊利诺依核电站和尼亚加拉莫霍克核电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

站的股票，因为我坚信他们会把价钱降到最低点。我认为美国的利率正在向下倾斜，所以我对买债券持乐观态度，对存美元持悲观态度，也就是说，我认为债券会升值而美元会贬值。我想政治家们会尽一切努力来保持经济发展的，但他们并不精于此道，采取的方法无非是降低利率。我买的外汇主要是面值为荷兰盾或德国马克的存款证明，出此举就是考虑到美元会随着利率的降低而贬值。

作为一个美国人，我不希望看到这样的事情发生。但是作为一个将要启程去周游世界的债券投资者，我只能冒此风险，因为我将不可能每天追踪这些股市的行情。假如我押对了，就会赚钱；假如错了，也不会输个精光。因为政府的公债和公用事业公司发行的股票也许会跌，但基本上属于长期稳定的，经济状况良好的国家的货币也是这样。

4、林茨

1990年初，柏林墙业已倒塌，全球市场中的所有人都确信中欧——按照历史上的划分是指俄罗斯和乌克兰以西的中部欧洲——会成为下一个经济奇迹，成为另一个东南亚。对呈牛市的一致论调是这样的：德国和奥地利的股市同中欧有历史的渊源，他们的公司在中欧都有业务。奥地利作为欧洲东西部的阵营之间唯一的中立国是个自然的路口。维也纳在历史上和地理上都是通向中欧的政治和经济大门，现在，随着新的民主力量的增长，她定会呈现出新的繁荣景象。就在20世纪的早期，维也纳还是奥匈帝国的首都，几个世纪以来，一直在中欧占据着统治地位。奥地利跟中东欧保持的关系始终比德国要近，德国一向是他们的敌人。另外，冷战期间，全世界的间谍往往都通过奥地利进入别国，因为这是座中立的城市，并且恰巧处在那个位置。

我的视角则与此大相径庭。我认为谁把钱投到苏联和中欧，谁就会因将至的动乱和纷争而蒙受损失。整个那一大片的地区都没有一条法定的边界。所有的边境线都是在1945年由战胜国做出的奖惩而确定下来的，其中很多在我看来都不会长久。由于中欧人认识到了民主并不能够自动带来繁荣，政治家们就通过印钞票来获取选票。由此导致的通货膨胀和经济崩溃只会加深种族间的仇视，并带来不断的纷争，而过度的通货膨胀会把中欧先变成南美式的经济状况，且成不了下一个东南亚。

我的这些看法散布了出去。一家奥地利杂志撰文说，睡美人的王子认为中欧处在崩溃的边缘。突然间，这家邀请我去演讲的、在奥地利排行第九的小银行一下子遇到了麻烦：奥地利的所有人都想来林茨听演说。原先是安排给银行自己的客户的，但现在不得不租下镇里最大的会堂。票一售而空，会堂外还架设了录像监视器以用来满足那些无法进来观看的人们。

我们风尘仆仆地赶到林茨，我穿着黑皮夹克，打着领结，向他们讲述了我的看法。中欧将面临一场灾难。我说奥地利的股市已持续上涨了一段时间——利润丰厚的7年——现在已走到了歇斯底里的时候。我描述了它的症状：所有的大学生想做的都是进入股市；人们纷纷辞去原来的工作去炒股，因为这是一条既容易又见效快的生财之道；从所有的传统方法来看——低红利产出，高价格收益比率，大得惊人的贸易额——一切都预示着顶点的到来。这个气球是投机者吹起来的杰作——只需要一根小小的别针就可以把它扎破。“它正在走向尾声，”我说，“你们最好开始抛，因为一跌起来至少就是50%的幅度。我不知道它会发生在下个星期还是下个月，但几个月之内定会发生。”听众中有几个人提出了质疑：“你这样说是不是因为你刚刚卖空而希望它下跌呢?”在此之前，我曾公开说明我卖空了奥地利基金，这是可以卖空奥地利股市的一途径。假如股市下跌，我就会获利。

我解释说：“我试图向你们说明一点，你们的股市将发生很大的变化，这同我是死是活、是赔是赚，或是否

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来过这里都是没有任何联系的。"

下面还提了更有敌意的问题，因为谁也不想让这样的事情发生，我为什么要说这些？他们自言自语地嘟囔着，不怎么中听。"为什么你要毁了我们的国家?"他们说，"我们请你来只因以为你会说一些好话的。"他们不想正视事实，而只想听到那些说什么新的大市场正在开放，自由正在到来的说法。他们忘了民主并不等于繁荣的道理，他们也看不到如果期望的繁荣没有到来，新的民主领袖就会被指责。所有这些国家——匈牙利、波兰、罗马尼亚、南斯拉夫、保加利亚、捷克斯洛伐克——都背着大笔外债，按人均计算是世界上最高的国家之一。这些国家都没有什么东西可买的。他们的工业在近 40 年里只在被经济垄断的市场里出售一些劣质品，除了旅游即将带来的短暂景气，西方没有人会在这些国家购物——连块手表也不会买，更不要说汽车了。

人们的心中将会激起希望，历史告诉我们，真正受暴政统治、被压迫、被践踏的人是不反抗的，但是没有比已被激起了希望又被压制了的人更愤怒的了。现在他们被激怒了，这种怒气就要寻找一个发泄的目标。困扰了这些地区几百年的种族、民族和宗教的冲突会再度复发。中欧没有一条边境的划分是合理的——无论从历史上、语言上、宗教上还是种族上。有谁可以解释为什么摩尔达维亚是苏联的一部分而不属于罗马尼亚吗？摩尔达维亚人想成为罗马尼亚的一部分，而那些被放逐到罗马尼亚的匈牙利人和德国人则拼命想离开，并且我认为是合理的。南斯拉夫这个由六个国家人为捏合的聚合体，除了在 20 世纪中叶被迫作为一个国家持续了几十年之外，从未成为一个民族国家，当然现在也不是了。

历史在前进，而没有人想倾听它的脚步。

第二天我和塔贝莎就离开了。演讲的结果是奥地利的股市跌了一两个点——没有什么惊人的，否则的话，可能我们就走不了了。但是，媒介对此还是产生了很大的争议。因为谁也不允许卖空奥地利的股票，谁也不想让它下跌，在奥地利的股市上没有熊市。这又是一个先兆。人们从来不想听坏消息——从来不想听使他们对生活的看法受挫的话。在当年那段石油很火的年代，华尔街上的人们告诉我石油会涨到每桶 100 美元，而我告诉他们这不可能，当价格高到一定的程度，总是会发生同样的情况：不管这是什么东西，有人会发现更多的，或者有人会制造出替代品，这样，对这种东西的消费就会下降。就好像人们会调低恒温器的温度穿上毛衣。华尔街的那些人听后，便大为不快，说我是个疯子。他们总会说："这次不同。"这句话我听得太多了，但从来都没有什么不同。树再长长不到天上，股市不会无休止地涨下去，价格上去了，需求就会下来。价格一高，人们就会蜂拥而至，盘算着怎么赚这笔钱，这就带来了供应，最终使价格降低。从来没有人拒绝承认供求关系，也没有人会拒绝——无论是共和党还是民主党，共产主义者还是资本家，这是一条自然规律，许多政府似乎不管或不信这一规律，不会正确地用它来处理事情。所以在美国，我们得容忍石油业，因为政府以为可以用法律来规定价格。但法律规定长不了，至少这种方法长不了。

10、从西安到北京

中国有可能形成北、南、西三种经济模式。南方的模式是广东，那儿讲的粤语跟北京的普通话不一样，他们的头脑中塞满了生意经。然后是西部，遍布穆斯林的沙漠地带，没几个待在东部的中国人特别想占据这块地方的，不过也许其价值体现在作为一个抵御西边力量的缓冲带上，而且还有可能富含矿产，如石油、黄金、铜或是钻石。用它作什么缓冲带的想法让我觉得太落伍了。当然，成吉思汗或泰摩兰的时代只能靠行军穿过沙漠才能到达北京，但如今一支现代化的军队则完全可以从天而降、展翅即到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

整个中国南方还有北方农村的思维方式都同北京有很大差异，在我前三次的旅行中——其中两次是分别于1986年和1988年的骑摩托旅行——我都发现中国人对于说教式的思想灌输感到越来越腻烦了。

到本世纪末，中国的经济实力将在世界排名第三，虽然这指的当然不是人均水平。到21世纪早期的某个时候，中国的经济还会跃居世界第一。

中国的计划生育政策会对未来产生什么样的影响？不管怎么说，像中国这样的农业国，人们总是想多要些孩子好在地里多几个帮手，老了以后也有个指望，而孩子就是他们的养老保险。在整个中国历史上，从来没有这样尝试过这一政策。

我不觉自问：这些独生子女会不会被惯得个个都很自私从而改变中国人的特性呢？也有许多研究表明独生子女和长子大多具有成功的倾向。那么，全部是由这样的人组成的一个民族会不会比现在这些勤劳的中国人更加努力工作呢？我不知道。

但有一点我知道得很清楚，那就是中国人有着相当悠久的经商传统，这可以一直追溯到罗马时代。21世纪的中国将是世界上最发达、最富有的国家。别老想着日本，我们的孩子会学中文的。这儿有10多亿人口，香港的发展已在这块大地上生根，它的影响正飞快地向北延伸。这些南部的省份迟早会影响到北方的，市场经济的体制正如雨后春笋，会迅速覆盖整个人口密集的东部。

我们别忘了那些海外的华人。没有人知道华侨到底有多少，但他们遍布全球——泰国、新加坡、旧金山和纽约、澳大利亚——很多富商，很多成功人士。马来西亚三分之一的人口都是华人。一个多世纪以来，他们不断从中国南方的省份移居而来。

即便你是第三代的华裔，是一个居住在贝佛利山的拉拉队长，从来不知道筷子和棒子有什么区别，也从来没有听见过一句广东话，但对于中国人来说，你还是一个中国人。他们随时欢迎你回来，并且很痛快地给你一本护照。许多海外的华人有技能、有资金，想回来做点事情，支援一下大陆，或是投资赚钱，中国人会张开双臂欢迎他们。也许世界上有5~10亿的华侨——是香港人口的7~20倍——遍布全球，一个巨大的数字，一笔巨大的财富。中国甚至开始建三种层次的饭店——一种是给内宾的，一种是给外宾的，还有一种是给华侨的。

我们不妨将中国跟俄罗斯做个比较。他们就没有这样一大批成功的海外人士来援助他们处于困境中的经济。为什么呢？首先，他们没有很多海外“俄人”。其次，他们的海外“俄人”也没有海外华人那么成功。第三，他们没有中国人这种由来已久的经商传统。甚至在沙皇统治时期，俄国人也没有几个资本家。第四，海外“俄人”没有几个想回到祖国的，但中国人想。离开的俄国人已经被别的文化同化了。住在布鲁克林的俄国人没有想回去的，他们只惦记着搬到美丽的郊区去。俄罗斯有不少想要自治的各个种族，而这只会导致动乱，会分崩离析，变成50个，或者100个交战国。这对于我们，或者对于欧洲来说会造成任何危险吗？不会的，因为这些交战国太小了，在军事力量上成不了气候，更重要的是，他们已经互相打了几百年了，他们所拥有的武器，包括核武器，都已经内耗得差不多了。

那么，一个谨慎的西方投资者应该如何开发中国的经济呢？

你若是想在中国做生意，就应该找个中国公司为你在中国经营。比如说，假设某公司宣布打算直接大规模进入中国市场，那我很可能想卖空它的股票；但是假设它同一个已经在中国做得很成功的一个海外华人的公司挂上钩，比如说是一个在泰国或新加坡的证券市场上的上市公司，那我可能很乐意购买这家公司或是那家海外华人公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司的股票。

第二天早上我们到机场的时候，很担心摩托车没上得了飞机。我们问能否到货舱里看一下。回答是：当然可以，没问题。

我可以想象要是在肯尼迪机场，进货舱里看一眼会是多么艰巨的任务。得花上 17 位官员 17 个小时的时间来解决这么一个小小的请求。两辆车都在那儿，原封未动，跟塔贝莎绑完之后一模一样。

飞机起飞了，我们离开了人口最多的中国，飞往金钱最多的日本。



第三部　从当昆到好望角

25、博茨瓦纳

转眼间我就喜欢上了博茨瓦纳。

其一，入境很容易；其二，这儿没有外汇黑市。一些坐在街边小凳子上的人可以给你换钱，只收取一点点佣金，却省去了跑银行的麻烦。

仅是货币可以自由兑换的事实就令我动心来这里投资。你也许是个高明的投资者，但如果你得通过黑市把钱带走，那将给你带来难以想象的麻烦，尤其所涉钱数大的话。如果当地的某个人——比如政府官员知道了你的情况，又不喜欢你，还看上了你的钱，那么，无论你有多聪明，你都得把没带走的钱搭进去。

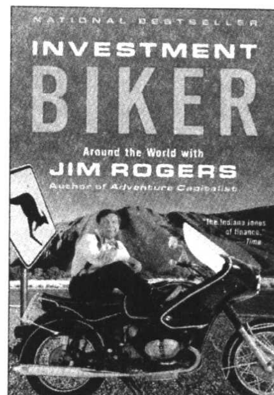
有时，我不在某个国家投资是因为我知道这个国家的制度用到我身上就会发生变化。科威特就是其一。70 年代末它的股票市场形成了一个巨大的泡沫，就像荷兰在 17 世纪的郁金香泡沫一样。我急于要卖空，因为等泡沫爆破了的时候，其利润就说不好了。

那时在科威特，如果你想买 100 万美元的股票，只需填写一张 100 万美元的支票，将日期填迟 6 个月，然后交给你的经纪人就行了。至于你的银行里有没有这 100 万无关紧要，经纪人在 6 个月里无法兑现这笔钱。如果股市上扬，你赚到了钱。在这种金融制度下，你可以想象得到，股票只有一个方向——上涨，被一片空头支票的海洋浮了起来。

政府职员写下 2000 万或 3000 万美元的支票，全都填迟 6 个月。6 个月后这些投资者们可以卖掉股票，把钱还了。

但当然了，他们没这么做。他们又开出一张支票，这次的数额是 5000 万或 1 亿美元。

这不可避免地会导致股市爆炸。科威特的货币是可自由兑换的，这应该意味着我在股市崩溃后能迅速地将利润转移出境。但我没有在市场上卖空我的股票，这令我痛心疾首，因为我无需动作便看得清清楚楚，如果我那样做，政府会对我另行规矩，而我永远也甭想把钱带出去了，那样的话我可能连本都得赔上。政府会说我是个奸诈的投机分子，是我挑破了泡沫。它会用别的办法整治我，把我钉死在这里，我相信即便我是个科威特人，如果我是空头，他们也会这样对我。只要股市崩盘，



《罗杰斯环球投资旅行》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他们将决定每个人都不能幸免。

这是国际性投资的一个主要问题。在许多国家玩这个游戏是不简单的，但如果你去了一个货币不能自由兑换的地方，那更是自讨苦吃了。

科威特？不可避免的事发生了。股市崩盘，政府职员们把他们数千万美元的延期利润赔了个精光。

当我们来到弗兰西斯镇时，我叫道："上帝，瞧这个地方！"

除了名副其实的购物中心，人们开着高级轿车和卡车，全是新的。满大街跑着丰田车。在津巴布韦，轿车和巴士都很旧，而且不多：在弗兰西斯镇，巴士车都是新的。许多建筑正拔地而起，我们的左右两边屹立着崭新的大楼。

我心里有声音在说："嘿，这儿正发生着什么变化，我应当去了解一下。"在尚不清楚原因和程度的情况下，我已感觉到我们越往南走，货币就越坚挺。这有点像穿越中欧之旅：从保加利亚到罗马尼亚，再到匈牙利，货币越来越可靠，越来越坚挺。等到了奥地利，先令已坚如磐石了。

无独有偶，我们越往南走，其繁荣程度就越高。

赞比亚比扎伊尔要繁荣些，津巴布韦更繁荣。博茨瓦纳比津巴布韦又进了一步，及至大陆的最南端，南非已是非洲经济的火车头，将德国和加利福尼亚的地位合二为一。

我得知博茨瓦纳有许多矿场：铜、钻石、铜镍和煤。该国人口不过 100 万，幅员却近似得克萨斯州那么大。近来的经济增长率大约是 10%，四倍于美国。是世界三大钻石生产国之一，钻石为国家赚取 75%的外汇，占政府收入的 60%。政府的自由企业倾向和保守的金融政策吸引了一些外国资本，不过投资者仍对这个国家对南非的严重依赖表示担忧。

总的来说，博茨瓦纳是个有趣的国家。

……

我们驱车前往哈博罗内，城市发展得非常好，我们还以为是到了蒙特哥马利——高楼、大道和清楚的路标。我们换了钱，兑换申请表的确无需盖章。我们和银行家、经纪人和其他金融业人士交谈，他们都明确地告诉我们，这里的货币是自由兑换的。

不仅可以自由兑换，还是硬通货呢。我奇怪它怎么不会贬值，至少像里拉或欧洲其他几种疲软货币那样。

这儿有世界上最大的一个钻石矿，几年前刚发现的。这个地区还经营一片大牧场，甚至出口牛。在中非我们只看见山羊和猪，而这儿却有牛；牛被放养在一片空旷的大草原上，是个传统的好营生，是部落的人衡量每户人家财富的标准。博茨瓦纳另外还有一个强于非洲其他国家的优势。我做的背景调查表明，博茨瓦纳的贸易为顺差。这就是说，每年它的出口大于进口。它的政府预算甚至也是顺差。这令我震惊。政府预算出现顺差在世界上任何地方都是稀奇的，更何况是在非洲。博茨瓦纳有三年的外汇储备，就是说，如果它明天开始停止出口，不再赚取外汇——德国马克或美元，它的央行仍具备以目前的汇率进口 3 年的能力，还是那么多的索尼电视和凯特彼拉拖拉机进入国内。

与之形成对比的意大利，其外汇储备不是以年计，而是以周计。

实际上，许多国家只有几周或几个月的外汇储备。政府既然无隔宿之粮，只好严格控制货币和进口。

我做了更多的背景调查，发现博茨瓦纳真的有民主选举。反对党政客、那些下了台的在野人士告诫我，警察

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

系统开始有点腐败。还有一个问题令我担心，博茨瓦纳的钻石销路不畅。我不认为钻石市场会很快萎缩，但我肯定不会不停地把钻石买下去。

我感到我必须谨慎从事，因为政府有可能愚蠢地处置那笔多出来的钱。我就不认为政府建起的那座纯碱矿会给国家带来财富。政府可能和跨国大公司成立一家合资企业，做和娱乐有关的项目，只是因为他们认为应该这么做，而不管这么做赚不赚钱。如果那座纯碱矿搞得不好，只能证明政府在一点点地浪费国家财产。

后来我发现纯碱矿真的不行，这当然打住了我来此投资的念头。政府开了矿，也生产出了纯碱，但就是不赚钱。媒体引用政府的言论说不盈利的问题出在技术和纯碱的价格上。这个解释对我来说不算什么新闻，因为我肯定这个政府和其他任何一个政府一样，从不会把错误归咎到自己身上。我要做的是判断一下到底是因为纯碱价格的下跌，还是因为政府不称职造成的。

还有一方面，政府认为国家应当完全实行资本主义，因此需要一个股票市场，如果国家要发展工业、建立健全的经济、提供就业等等一系列问题，就必须用股票市场来融资。

于是政府通过了法律，给予优惠的税收政策以及其他用以吸引资本的一切手段：由于市场太小，整个国家就只有一家股票经纪商，是和巴克雷银行合资的——这让我感觉不错，因为我知道银行不会马上消失。整个股票市场是在 1 个人的办公室里，他手下不过 6 个职员。

实际上，整个市场就在这个人的书桌上交易，他勾兑买入和卖出的报单。市场总共有 7 只股票。

我继续调查。我去见了主管股票市场的部长，他确认了政府支持融资的立场。

“不错，”他说，“我们将逐步完善它。我们将不断通过有利于市场良性发展的法律，对上市公司给予税收减免，鼓励个人购买和持有股票。”

政府很少认识到在没有先例的情况下，它不能仅仅建立起一个市场而出售股票就行了。那样人们会说：“股票是什么东西？我可不想沾上它。”但如果政府说“股票可以分红利，而我们不对此收税”，要不了多久，人们就会明白，“嗯，如果我把钱存银行，就得纳税；但如果我把钱搁到股票市场这个新兴事物里去就不用纳税了。”于是他们就会把钱放到股票市场里。

这个政府学会了这些技巧。于是我问：“有谁反对它吗？有谁反对股票市场吗？”你到哪儿都得当心这个问题。如果出现选举，反对党上台之后说：“我们是社会主义者，不喜欢这种玩意儿。我们将改弦更张。”你就得出局——如果你能够的话。

“没人反对，”他说，“反对党也赞成这个。”

我去查看了一下这些股票是否很贵。我用传统的评估方式：资产负债表可靠吗？他们分红利吗？收益率高不高？这些工业是否盈利了？它们在博茨瓦纳的前景怎样？

情况看起来不错。我判断我不会赔钱。这些股票很便宜，最坏的情况不过是股票价格不动，我得不到回报。我希望我所有的损失即是机会上的损失。不管怎样，它们都分红利，因此我不至于一无所获，我将以硬通货或半硬通货分得红利。

我断定博茨瓦纳有一个健全的经济和社会结构；我也断定一个全新的股票市场将建立起来，政府支持它，反对党也愿意发展和鼓励它；我还断定股票相对于红利及其他股票市场的传统评估标准来说是便宜的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《世纪炒股赢家》

【美国】罗伊·纽伯格（1903～1999）

有些人因不断地去追求巨大财富而浪费了他们的生命。钱是有用的——我们得面对它——但它绝不能同健康平起平坐，当然更无法同伟大的艺术相提并论。

我从来没有对金钱本身产生过真正的兴趣。我的职业和我的生命热情来自于经营艺术以及对艺术的支持。金钱当然是这种经营的副产品，使我得以购买伟大的艺术作品并对文化予以支持。

1929 年我到华尔街时，第一件工作就是管理好自己的钱，用它购买有价证券。不久，我就开始管理其他人的有价证券了。短短的几年，我超越了自己大胆的梦想。今天，我的经纪人公司，“纽伯格－巴曼公司”管理的金额高达约 500 亿美元。

华尔街对于我是个绝好的地方。我刚好是在 1929 年的股市大恐慌之前到的那儿，而且我干得不错。1987 年，当股票市场再次出现崩溃时，我在 1929 年所学的东西给了我巨大的帮助。这些知识也令我对 90 年代不稳定的市场状况有所准备。在 1929 年和 1987 年两次大恐慌发生时都在华尔街工作的人当中，我很可能是唯一一个至今仍活跃在华尔街的人了——哪一次也没让我眨眼落泪。

——引自《世纪炒股赢家》



就像在大海中游泳不是每个人都适合一样，股市也是如此。投资并非无迹可寻，被誉为美国共同基金之父的罗伊·纽伯格坦言，他的成功全部来自于好奇心。罗伊·纽伯格是一位白手起家的百万富翁，作为一位曾经征服了华尔街又征服了华盛顿的经理人，在 20 世纪上半叶，这位颇具传奇色彩的股票交易商，成为美国股市和政坛上叱咤风云的人物。他既钟情于股市又热衷于政治，被人们冠以“总统顾问”、“公园长椅政治家”等称呼，是一位颇受大众瞩目的投资家。

1929 年初涉华尔街，是美国唯一一个同时在华尔街经历了 1929 年大萧条和 1987 年股市大崩盘之后至今仍活跃在股市中的人。他在 94 岁高龄出版的《世纪炒股赢家》一书以自述体形式讲述了自己的人生历程和追求事业的生涯，详尽描述了他如何在别人束手无策时使自己的资产免受重大损失和纽伯格—巴曼公司的创办细节，以及他在 1987 年股市大崩溃中非凡的成功经营。此外，本书还讲述了纽伯格对艺术的热爱、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他创立纽伯格博物馆以及在他94岁时仍旧进行交易的传奇经历。

美国现代艺术博物馆主席艾格尼丝·居德认为在《世纪炒股赢家》一书中，罗伊·纽伯格以自己的激情和大度，战胜早年逆境，获得了魅力十足、收获满盈、意义不凡的悠悠人生。此部动人的回忆录将这一切娓娓道来，读者能从他提供的理财建议中获益匪浅，并从知晓他凭借财富享受浪漫艺术的经历中感受其乐陶陶。美国纽约大都会艺术博物馆馆长菲利普·德·蒙特贝洛则觉得罗伊的回忆录读来仿佛是他在清晨散步时与你的闲谈——但其中不乏个人睿智的表现，还有很多忠告，至于这些忠告，罗伊用自己的成功做出了最具雄辩力的诠释，值得一读。





罗伊·纽伯格是美国保护者共同基金的创始人，管理的基金额高达500亿美元。作为一位通晓金融风险的资本家，罗伊·纽伯格在其著作《世纪炒股赢家》（又名《金钱与艺术》）一书中以自述体形式讲述了自己的整个人生历程和追求事业的生涯。金融史为人们提供了很多灾难发生的特征，尤其是亲历事件的人的自传更可以为我们详细描述切身感受，而《世纪炒股赢家》就是这样一本书。在《世纪炒股赢家》一书中，罗伊·纽伯格给出的理财建议主要有：

1. 了解自己。在开始做公司分析之前，先研究一下你自己。测试一下你的性情、脾气，是否有投机心理，对于风险是否会感到不安等，你要百分之百地、诚实地回答自己。对一个投资者来说，自身的力量可以帮助你走向成功。

2. 向成功的投资者学习。即使是成功的投资者，他们中的许多人也在20世纪末度过了一段艰难时期。然而无论怎样，他们的经验教训在任何时候，尤其是20世纪90年代这个疯狂的时代，对我们都有所启发。

3. “羊市”思维。有一种普遍现象，尤其是在20世纪90年代的市场中，投资者盲目追随他人，相信陌生人的观点。一旦某位资深股评家发表有关当前市场的消极或积极的观点，或者任何一位关键人物提出建议，投资者就不假思索地按他们的思维去做，以致造成股市动荡。个人投资者对一只股票的影响，有时会让它上下浮动10个百分点，但那只是一瞬间，一般是一天，不会超过一个星期。这种市场既非牛市也非熊市，罗伊·纽伯格称这样的市场为“羊市”。在“羊市”中，人们会尽可能去想多数人会怎样做。他们相信大多数人一定会排除困难找到一个有利的方案，这样想是危险的，这样做是会错过机会的。

4. 坚持长线思维。注重短线投资容易忽略长线投资的重要性。企业经常投入大量资金，进行长线投资，当然同时会有短期效应。但是如果短期效果占主导作用，那将危害公司的发展和前景。获利应建立在长线投资、有效管理、抓住机遇的基础上。如果安排好这些，短线投资就不会占主要地位。

虽然纽伯格主要从事的是投资业务，但是他从来没有对金钱本身产生过真正的兴趣。纽伯格从事投资这一职业是因为通过投资获取金钱使他得以购买伟大的艺术作品并对文化予以支持。

除以上四项外，还有及时进退、认真分析公司状况、不要陷入情网、投资多元化但不做套头交易、观察周围环境、不要墨守成规等原则。罗伊·纽伯格的观点是，投资者应该主动根据经济、政治因素的变化而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

变化。现在，每天都有几百万的个人和机构买卖股票，业余操作股票的人也越来越多。罗伊·纽伯格的智慧好比灯塔。如果说有什么东西能被称为“经验”的话，毫无疑问，它就在纽伯格所著的《世纪炒股赢家》这本书里，人人都能在书中学到很多。



体验金钱



《世纪炒股赢家》一书中译本的副标题是“美国共同基金之父罗伊·纽伯格自传”。纽伯格组建的共同基金名字叫做“保护者”，公司在 1950 年 6 月 1 日成立，它的主要特点是不设当时流行的 8.5%的高昂预付佣金。由于没有预付佣金，推销员打不起精神来，“保护者”基金开始的总价值才 15 万美元。几年后，也只增长到 100 万美元。但是后来这种明显保护投资者利益的基金增长就比较快了，1976 年达到 7400 万美元，1993 年已达 16 亿美元。在纽伯格完成《世纪炒股赢家》一书的 1997 年，“保护者”基金已价值 80 亿美元。

《世纪炒股赢家》一书中文本的封底宣传说，如果认真遵守罗伊·纽伯格在该书中所谈到的投资十原则，我们就会有更多的投资大师了，这未免有些夸张，不过，纽伯格确实有不少投资心得可以和大家分享。比如，罗伊·纽伯格告诫所有投资者不要低估心理学在股票中的作用。他还认为公司的分红派息也十分重要，如果分配方案是适当的，股价就能更上一个台阶。许多投资机构并不真的重视分红，但是分红却是个人投资者扩大收入的一种重要方法。而我个人则比较注意纽伯格在《世纪炒股赢家》一书中对“圈内人物”的评价。纽伯格在列举投资大师的风格的同时，总会提到他们另一面的生活情趣。如他认为除了巴菲特外，20 世纪后半叶的另两位投资天才——彼得·林奇和索罗斯都懂得进退之道，在工作之余，非常热爱生活。

其实纽伯格在投资业务以外也有他更加热爱的生活，那就是艺术，而且他对待艺术的态度更为“专业”。纽伯格进入华尔街是基于对挣钱的一种渴望——挣到钱就可以购买伟大的艺术作品，可以支持艺术家的事业。当纽伯格发现了一位新的艺术家，欣赏他 / 她的作品，支持他 / 她的创作，都觉得快乐得无以复加。多年来，纽伯格将收藏的大部分画作和雕塑品捐给了全国各地的博物馆及其他机构。纽伯格博物馆现有 6000 多幅艺术作品，其中有 850 幅来自于纽伯格的收藏。当然，阅读过《世纪炒股赢家》一书后，从事多样化投资和资产融资的人士或机构也可由此注意到中国现当代艺术品市场。因为，一般来说，随着国力与财富的大增，一国的艺术品的价值也会得到重估和发掘，我想中国也不会例外。（张　目）



经历两次大股灾的专业投资人

罗伊·纽伯格是美国专业机构的投资人，他经历了 1929 年和 1987 年的两次大股灾。写自传《世纪炒股赢家》一书时（1997 年），纽伯格已是 94 岁了。在 1929 年时，他才 25 岁，初涉华尔街。罗伊·纽伯格是美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国唯一一个同时在华尔街经历了1929年大萧条和1987年股市大崩盘之后至今仍活跃在股市中的人。他在94岁高龄出版的自传（中译本名为《世纪炒股赢家》）的前言“我热爱生命”中写道：有些人因不断地去追求巨大财富而浪费了他们的生命。

研究金融史，就是寻求避免金融灾难的大智慧。虽然股灾、房地产泡沫破碎等经济灾难很少发生，但一定会发生。一个人运气好的话，可以逃过金融大灾难。但一般人极有可能遇上一次。不过，人生一般也只会遇到一次大灾难，除非你运气太坏。这也就是说，避免大灾难的智慧一般不可能从直接经验中获得。所以我才去看《世纪炒股赢家》这本书，学习避免灾难的经验。

罗伊·纽伯格这位在过去的近一个世纪里，成功创办并经营了“保护者”共同基金的投资天才，这位美国联邦艺术馆主席，生活对他来说就是创造金钱购买艺术的历程。

《世纪炒股赢家》一书不但告诉了读者这位华尔街投资大师的赚钱之道，还着重讲述了他如何毕生致力于艺术品收藏并从中实现了自己的精神追求。（佚　名）

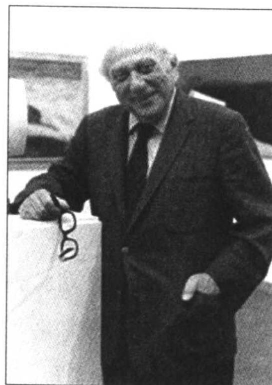


一个由15万美元发展到16亿美元的投资大师



“我明白，金钱能使这个世界运转，但我不相信金钱；我知道，艺术无法使这个世界运转，但我笃信艺术。”这个看似矛盾的信念在罗伊·纽伯格的心里以一种奇妙的平衡关系共存。这个在过去的近一个世纪里，成功创办并经营了“保护者”共同基金的投资天才，这个美国联邦艺术馆的主席，生活对他来说就是创造金钱购买艺术的过程。

罗伊·纽伯格是华尔街的传奇人物。他1903年7月21日出生于美国。1912年，当他还是一个9岁的学生时，他的妈妈去世了。1916年，他的爸爸也离开了人世。1922年的春天，纽伯格还是一个不满19岁的小伙子，就退学找了一份工作，在奥特曼百货公司工作了3年。在1929年经济大萧条几个月之前，纽伯格进入华尔街开始交易生涯，当时只是经纪人公司的一个跑腿的。罗伊没有读过大学，也没有上过商业学校。那么，他是如何获得成功的呢？“我相信，”他说，“我的成功来自于对生活的好奇心，证券交易要求很高的直觉；而这种直觉需要你在生活中把自己视为一个学生去培养。在巴黎，也正是从那个时候起，我一直不断地学习，我研究人、研究生活，我观察、我倾听，并且阅读书刊。我从来不认为学习任何东西是浪费时间。”他一直在不断地学习，终于创建了自己的公司。短短的几年，他超越了自己大胆的梦想，他的经纪人公司“纽伯格—巴曼公司”管理的金额已经高达500亿美元。纽伯格的成功不仅包括巨大的财富，还有长寿以及一个美满的家庭。



罗伊·纽伯格

纽伯格是在25岁时才到华尔街的，在此之前，他在巴黎学习了4年艺术（1925~1929）。那时的巴黎是世界的艺术之都，美国的大多数艺术家也在那里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

纽伯格对艺术有着浓厚的兴趣，他决定赚钱来资助那些有天赋却处于贫寒状态的当代艺术家。

由于 1929 年后的华尔街大萧条，让很多代客理财的公司和个人绝望地退出，这倒给纽伯格人弃我取的机会。他的投资公司非常成功，七八年后，便开始大量收购美国当代艺术家的作品。纽伯格也很幸运，他收藏美国艺术家的作品时，正是它们价值飞涨之际。

纽伯格的收藏活动持续到 90 岁，但从没卖过一幅艺术品。他把从资本市场赚来的钱用于收藏、展示和捐献艺术品，却不把艺术品作为投资交易对象。纽伯格很好地在投资（事业）与人生梦想（收藏爱好艺术）之间作了平衡，是值得当今的许多中国投资者借鉴的。

罗伊·纽伯格的职业和生命热情来自于经营艺术以及对艺术的支持。金钱当然是这种经营的副产品，使他得以购买伟大的艺术作品并对文化予以支持。至今，虽然纽伯格已经捐赠了 850 件艺术作品给纽伯格博物馆，但他打算再多捐一些。

罗伊·纽伯格收集艺术品的初衷是支持、帮助那些活着的艺术家。但慢慢地，他变成了艺术的狂热崇拜者。他甚至准备将自己的古代艺术品收藏包括公元前的收藏捐送给博物馆。看到他收藏的精美的油画能被学生们学习、研究，能被世界各地的艺术爱好者瞻仰，这是纽伯格最大的荣幸；而能和纳尔森·洛克菲勒以及菲利普·约翰逊一起合作建立起自己的博物馆，这也是他一生最明智的投资之一。



第三章　从圣日尔曼林荫大道到华尔街：1929 年大萧条



哈里—斯蒂格里茨经纪人公司

1929 年冬天我乘船穿越大西洋的那次旅行真是又寒冷又悲惨。大多数时间我都呆在甲板上，深深地呼吸新鲜的空气，不让自己恶心呕吐。3 月，也就是大恐慌开始前 7 个月，我到达了纽约，尽管已经下定决心在华尔街谋求一席之地，可是我并不知道该怎样得到它。从对过去的模模糊糊的追忆中，我想起来父亲在华尔街曾认识的两个人的名字，其中一位是华尔街的经纪人公司比尔—斯蒂恩斯公司的约瑟夫·埃斯李·比尔。可我 1929 年给他打电话时，比尔先生很忙，没接我的电话，所以我从来也没有见过他。今天，纽伯格—巴曼已经成为比尔—斯蒂恩斯公司的一个主要投资者。

我没有气馁，又打电话给杰罗姆·旦其格先生，他还记得我父亲，并邀请我到他位于第五大道 21 街的办公室。旦其格先生身材高大，英俊潇洒，很有教养，而且心地善良。他是杰里·旦其格的父亲，而杰里后来娶了了不起的美国公开赛冠军萨拉·帕尔费瑞为妻。

旦其格先生那时候是个私人经纪人，他的生意要通过哈里—斯蒂格里茨进行清算。后者是一家规模很大、声望很高的经纪人公司。他安排我到百老汇大街 25 号的哈里—斯蒂格里茨公司去见他的一个同伴。

大型金融公司常常为小公司做的交易做清算（也不是替它们管理账目）。今天，哈里—斯蒂格里茨公司为大约 1600 家公司做清算。在纽伯格—巴曼公司，虽然我们同那些大玩家比起来简直微不足道，我们也在为大量的小型公司做清算。我们只有三个分部，不像“里奇”，在全国各地有几千个分支机构。可我们的规模也够大的了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在第三大道的第 40 大街占了 11 个楼层。

1929 年 3 月 9 日，我到哈里—斯蒂格里茨公司面试，他们马上就让我开始工作了。虽然我在奥特曼有那么多做生意的经验，又在巴黎呆了好几年，但我还是从最底层起步的。我每周的报酬是 15 美元，做股票经纪人的跑外——说白了就是给经纪公司当跑腿儿的小男生。它当然不是华尔街最激动人心的工作，好在持续了才不到 3 天。

很显然，哈里—斯蒂格里茨公司认为我像是个有潜力的人，所以，我又一次被迅速提升。我在公司呆了十几年，成为他们创收最多的人。这样看起来，他们也进行了一笔不错的投资。

那时候在华尔街，你需要了解生意的方方面面：保管书籍，统计数字，研究保证金——一样不少，我在公司的各个部门轮换着努力工作，边干边学。

10 月，我刚好是在购销部学习股票交易。每一笔交易都必须单独用手记录下来，现在这项工作已经由电脑进行处理了，今天，我们的新型电脑每天至少运转一次。而在 1929 年，我们使用一种叫做“日记账”的长长的纸带来手写每一笔交易——谁购买或销售了哪种证券、多少股等等。我曾经为一位顾客记录过大量交易，他叫约瑟夫·肯尼迪，是后来成为总统的约翰·肯尼迪的父亲。比如，我会手写记录下来：肯尼迪先生以买空卖空的方式卖出 1 万股“美国烟草”。每笔交易的整个过程都是用手写在日记账上的。

管理我自己的钱

1929 年大萧条期间，我唯一管理过的钱是我自己的。在开始到华尔街工作之前，我对股票市场的认识是非常有限的。我只知道我那个保守的哥哥莱斯里拿着一些蓝筹股，是 1916 年我从爸爸那儿继承来的。1929 年，当我发现哥哥的以下做法时，我非常高兴：在管理房地产的过程中，他还额外购买了一些零星蓝筹股。这其中包括不少我们现在还与之做生意的公司——美国电话电报公司，兰伯特公司（现在叫华纳·兰伯特公司）以及 Postum 公司（后来成为通用食品公司，再后来叫菲利普·莫里斯公司），太平洋联合的名字没变，圣特·菲公司与南太平洋合并了，现在是太平洋联合的一部分。

但我知道我的大多数投资都用在了房地产的第一抵押债券上。它们能给我带来 5.5%的年收入。这些证券据说是有保障的。不过我从来也没弄清楚是谁下了担保。当然不是山姆大叔，也许是上帝吧。我在 1929 年春天的时候将它们全部抛出，将我的全部投资用于普通股票。

牛市一直从 1929 年 3 月持续到劳动节。整个 20 年代，除了几次崩退，股票价格一直在稳稳地逐步攀升，刚好在 1929 年劳动节前夕达到顶峰。

我那个时候觉得自己很有钱。我持有的股票的价值上涨了 12%，达到了 35000 美金——比 3 月时多出来 5000 美金。但劳动节过后乃至整个 9 月，股市下滑的速度跟之前上升的速度一样。到了 9 月底，我 5000 美元的进账全部赔光；所持股票的价值又退回到 3 万美金。金融市场的情况真够糟的。

与美国无线电公司的套头交易

那时候，在华尔街交易最活跃的股票就是美国无线电公司，后来发展演变为我们今天所知道的 RCA。我对这家公司进行的研究比任何一家都要多。我的确在许多不同的水平上学习赢利与赔钱。在这一过程中，我开始培养后来人们所说的“分析，罗伊·纽伯格式分析”。

美国无线电公司的股价最高达到了 574 美元，然后出现了一股分割成五股的股本的分散转移。我开始着手研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

究为什么这只股票的价格这么高，这么活跃。似乎没有什么能解释这一股票的过高价格。我去咨询那些较年长的、较有经验的投资者。但从来没有得到过确定的答案。人们解释说我们正在进入无线电的时代——就这么简单。但是价格的波动似乎与平常的逻辑在作对。对我来说，无线电不过是另一种新型的工具，而且不大好用。你把它打开，走运的话能听到些东西。接收情况实在太糟糕了。那时候，跟汽车比起来，无线电这种产品的前景似乎要渺茫得多。

美国无线电公司是由合伙经营者控制的，由投资者组成的辛迪加组织（一种企业联合组织）。那时候还是合法的，但是，当约瑟夫·肯尼迪成为富兰克林·罗斯福总统的证券与交易委员主席以后，通过立法宣布这种联营的做法为非法。当我持有的股票跌回 3 万美元时，美国无线电公司的股价也从 574 美元下降到不足 500 美元。由于出现了一股分割成五股的资本分散转移，牌价上看到的是从 114 美元降到接近 100 美元。即使这样，我还是觉得它高得可笑。

是采取行动的时候了，当它达到 100 美元时，我卖空了 300 股的无线电股。这样一来，就刚好与我买进的股价（我所持有的股票）相等。于是，我卖空了价值 3 万美元的无线电股，而持有同等价值的蓝筹股有价证券。

那是我第一次尝试做套头交易。今天，套头当然已是一个很大的行业，有巨额的套头基金了。1929 年，尽管我的账户很小，但那有可能是第一笔套头基金呢！为了对抗巨幅的波动并保护自己，以每股 100 元的价格卖空 300 股无线电股似乎是一种明智的办法。

直到今天，当我认为市场攀升过高时，我仍采用同样的办法，我会全部做套头交易。

大萧条

1929 年 10 月初，由于需要做记录的交易数目直线上升，我每天都工作到很晚，那个月几乎可以说是致命的——投机现象仍然很猖獗——人们的焦虑感也越来越强烈。不仅仅在我办公室里是这样，整个纽约城都是如此。全城都在谈论着股市。

到 1929 年 10 月 24 日，星期四的上午过半以前，股市已经开始无限下跌了，一直持续到下午。纽约最大的四家银行试图用向市场注入成百万的美金的办法来补救。盯着那些股票行情自动记录器的纸带，就好像是在看一部高度悬念电影：因为纸带上记录着发生在证券交易所的全部活动。

那个星期四的交易总额达到了 1300 万股。纸带打印的速度太慢了，以至于经纪人公司收到的信息比实际交易晚了好几个小时。在那个交易日，很多股票下跌的幅度比众多经纪人当时所意识到的要大的多。

在哈里—斯蒂格里茨公司的购销部，我们疯狂地工作到深夜，做交易记录。尽管为数不算太多的主要股票的道琼斯平均工业指数下降了不足 7 个百分点，但是损失已达到了百万美元。

星期五的狂乱程度没变，星期六早晨也一样（那个时候，股市在周六开放两个半小时）。你可以分分秒秒地感受到那种压力。终于挨到了星期天，交易所不开门。我精疲力竭，多半天都在睡觉。

10 月 28 日，星期一。几乎是上个星期四的再现，歇斯底里的现象随处可见。我几乎工作到半夜，叫了出租车，回去睡了几个小时，第二天一大早又回来工作。

大萧条的那一天，“黑色星期二”——1929 年 10 月 29 日——比以往任何一天都糟糕。每一件事都乱了套，我以疯狂的节奏进行工作。尽力跟上那些数目惊人的交易。在纽约，在整个美国，包括在国外，我们接触到的每一个人都知道了那条坏消息。大萧条的感觉扩散得非常快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票交易所在星期三上午 10 点钟开放时，也就是大萧条的第二天，交易量仍大幅地爬升（当然，即使是那一天的交易量也无法与我们今天的平常交易量相比）。作为一个华尔街的新手来说，我每一天都忙疯了，试图跟上那些需要做记录的交易数目。那些数目简直就是让人头晕眼花。工作到半夜以后几乎成了家常便饭。

导致大萧条的一部分原因来自这样一个事实，那时候有很多投资者都在股市设置 10%的保证金。放 10 万美元的保证金，你就可以买到价值 100 万美元的有价证券。但如果你持有的有价证券下跌 10 个点，你就可能会损失 100 万美元的 10%——所有的保证金：10 万美元。你就破产了。

如果你持有的股票的价值下跌了超过 10 个点，你就会负债。股票一夜之间一文不值。那个传言在 1929 年跳楼自杀的百万富翁，大概就是发现了他持有的有价证券的市场价已经暴跌了 50%。他不但不再拥有价值 100 万美元的股票（当然只是形式上的），反而欠他的经纪人 50 万美金。而这笔钱是不可能用股票来付的，要付现金。30 年代初期，有无数人陷入这种可怕的境遇。

比尔公司赚了一些钱，出乎意料的是，很多人在 1928 年都认为行情看跌，那时候的市价已经够高的了，他们早就孤注一掷了。

我并没有给我价值 3 万美元的有价证券下保证金。我在 1929 年春天将它们买入时，我付的是那些股票的金额。当然，当我在 9 月份卖空美国无线电公司股时，我被要求在保证金账户里放一些保证金。无线电的不稳定性非常强，今天我们有时把它叫做 B 级（指证券风险和市场价格稳定性的测定）——一只股票的振幅，其运动变化的平均点数，等等。美国无线电公司的波动性很大，百分比的变化也很悬殊。从百分比的变化而言，它的运动速度比电话电报公司要快得多。在大萧条开始之前，虽然“电话电报”股的价值已降至以前的一半，我仍一直持有它的股票。

我持有的有价证券是由比较保守的投资股票组成的。有一些股票不总是呈现大的波动。比如说，在今天的股票市场，一家电话公司的波动比一家像克莱斯勒那样的汽车公司要小得多。但今天，总体上说，大批股票的振幅都比以前大得多。

1929 年 11 月 13 日，大萧条过后的第一次——但不是最终的一次——市场谷底出现了。那时候，大多数美国人的生活跟一年前甚至是 6 个月前比起来，有了戏剧性的改变。我们目睹了美国历史上最猛烈的一次金融大萧条。它对全球人都产生了影响。



第十一章　成功投资十原则

股市就像广阔无边、深不可测的海洋，潮水有涨有落。市场波动虽然不会像波涛那样频繁，但飘忽不定、没有规律，就是游泳好手也要加倍小心，及时进退。就像在大海中游泳不是每个人都适合一样，股市也是如此。我的建议是，投资者应多和专业人士接触，保持你的热情，把投资的事交给专家。虽然对此要付一定的费用，但也是值得的。

如果手中有多余的钱，去找一个可信赖的、称职的投资顾问，他会懂得你的要求。你也可以把钱委托给不收预付佣金的共同基金会来进行投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一些小的投资者根据专家的建议做出自己的判断，他们认真地研究、分析公司的前景，其后才购买股票。几年下来做得也相当成功。

这些人当中做得最好的之一是一个叫杰克·斯隆的保险员。他比华尔街上90%的专业人士做得好。虽然他的交易不多，但是他是我遇到过最聪明的投资者。

小投资者们陷入困境的原因，我想是因为他们太急于求成了，他们在股市中快进快出，而不愿意花时间研究股市，这样做是危险的。90年代的股市波动频繁，具有很大的投机性。当你从华尔街的报上读到有关的预测，你不禁被它诱惑，进入市场，但你要注意，专业人士所获得的丰厚盈利可不是摸彩票摸来的。大多数时候，他们是不会对零星股做多头的。他们是这方面的专家，知道自己在做什么。

现在，每天都有几百万的个人和机构买卖股票，业余操作股票的人也越来越多。如果你是其中的一分子，如果我还没有把你吓跑，如果我还没有说服你找一个专家来帮助你，那么，我想尽我所能给你一些忠告。

我从几百件实际教训中归纳了十条最重要的法则。在近70年的投资和交易中，我一直遵守着它，这十条法则使我受益匪浅。

在我68年的交易生涯中，我一直利用这十条法则，希望这十条法则能助你一臂之力。

一、了解自己

在现代经济社会中，我们不再留意《哈姆雷特》中波罗纽斯对他儿子雷欧提斯说的那句话："不借钱给别人，也不向别人借钱。"倒是这位父亲另外一句话："无论怎样，你应该正确了解自己。"却是一句很好的忠告。

在开始做公司分析之前，先研究一下你自己。对一个投资者来说，你自身的力量可以帮助你走向成功。

我认为我本身的素质适合在华尔街工作。当我还是奥特曼的买家时，我把所有的股票转换成现金，又把现金转换股票。对我来讲，交易更多出于本能、天分和当机立断。它不像长期投资需要耐心。在分析过各种纷乱交织的因素后，如果你能做出有利的决定，那么，你就是那种适合入市的人。测试一下你的性情、脾气。你是否有投机心理？对于风险你是否会感到不安？你要百分之百地、诚实地回答你自己。你做判断时应该是冷静的、沉着的，沉着并不意味着迟钝。有时一次行动是相当迅速的。沉着的意思是根据实际情况做出审慎的判断。如果你事先准备工作做得好，当机立断是不成问题的。

如果你觉得错了，赶快退出来，股市不像房地产那样需要很长时间办理手续，才能改正。你是随时可以从中逃出来的。

你需要有较多的精力，对数字快速反应的能力，更重要的是要有常识。

你应该对你做的事情有兴趣。最初我对这个市场感兴趣，不是为了钱，而是因为我不想输，我想赢。

投资者的成功是建立在已有的知识和经验基础上的。你最好在自己熟悉的领域进行专业投资，如果你对知之甚少，或者根本没有对公司及细节进行分析，你最好还是离它远点。

我没有把钱放在海外投资上，因为我不了解海外市场，我几乎没有在国外证券市场上做过交易。我主要是在国内投资。我的国际性投资也是通过本国公司进行的。它们大部分是全球企业，像IBM，它利润的一半来自海外。我有一支国际性基金——纽伯格－巴曼基金，我代表家庭持有它的股份，我确实也逐渐增加手中的持有量。但我还是把注意力放在我擅长的方面。比如，我在套头交易上的专长。在几只股票上做空头，同时，在另外几只股票上做多头。但我并不向别人这样建议。每个人都有顽固、邪恶、不健康的一面吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

个性在现代技巧中扮演着十分重要的角色。比如指数基金，期货中的标准普尔 500 指数及其他股票指数。怎样选项，这在现在要比 20 或 30 年之前占有更重要的位置。但我并不注重这一点。我只是有时在日常商品中做期货交易。但我并不向个人投资者做这方面的建议。

在你真正成为一名投资者之前，你也应该检查一下身体和精神是否合格。好的身体是你做出明智判断的基础，不要低估它。

二、向成功的投资者学习

即使是成功的投资者，他们中的许多人也在本世纪末度过了一段艰难时期。我和他们中许多人交谈过，其中只有一小部分人相信，1996 年在股票一涨再涨的情况下，他们还能把握市场的形势。

许多曾经杰出的投资者在如今的市场中有过艰难的时期。然而无论怎样，他们的经验教训在任何时候，尤其是 20 世纪 90 年代这个疯狂的时代，对我们都有所启发。

在华尔街有两条被广泛认可的理论：增长性和价值性。我们的纽伯格－巴曼基金就是运用我们称之为价值法则的理论投资证券市场的。它的意思是：我们购买证券，然后在获利数倍于市盈率后卖掉它。在过去是 10 倍于市盈率的。但时代在变，我也在考虑适当的增长，如果增长是 30%，我愿意在市盈率是 20 倍时买入；如果增长是 20%，我愿意在市盈率是 15 倍时买入。但一般情况下，我愿意买入市盈率比增长率低很多的股票。

例如，可口可乐的增长是 10%～15%，也就是说它的年增长是 12%。它的股票市盈率可高达 27 倍。沃伦·巴菲特可能是世界上最成功的投资者，他拥有许多可口可乐股票，可口可乐股票是他拥有的最多的股票。但我并没有考虑过要买可口可乐的股票。

我做可口可乐的空头已经很长时间了。我喝它成瘾并且固执地认为它的股价已经超出其公司的实际价值。很有趣的是，公司生产这种不健康的饮料，却是如此的出名。看看，菲利浦莫里斯公司用烟草干了些什么？毋庸置疑，你可以在它的股票上捞许多钱，但却是一种罪恶。如果能够那样，赌博公司的股票一定会很成功。1995 年，“保护者”基金被《华尔街日报》评为 5 年内投资最好的基金。我们公司能获得这样的荣誉是基于这样一个事实。我们只购买我们认为有内在价值的股票。但许多人还是去购买价位偏高的股票，认为它们会一涨再涨。

回过头来看看那些成功的投资者，很明显，他们各不相同，甚至相互矛盾，但他们的路都通向成功。

洛威普莱斯看重新兴工业增长性，从而获得成功；本·格雷厄姆尊重基本价值规律；沃伦·巴菲特则认真地研究他在哥伦比亚大学学习时老师本·格雷厄姆教给他的经验；乔治·索罗斯把他的思想理论运用于国际金融领域；吉姆·罗杰斯发现了国防工业股票，并把自己的想法和分析告诉老板索罗斯——他们每个人都通过自己的方式取得了巨大的成功。

……

三、“羊市”思维

我的建议是：你可以学习成功的投资者的经验，但不要盲目追随他们。因为你的个性，你的需要与别人不同。你可从成功和失败中吸取经验和教训，从中选择适合你本身、适合周围环境的东西。有一种普遍现象，尤其是在 20 世纪 90 年代的市场中，投资者盲目追随他人，相信陌生人的观点。一旦某位资深股评家发表有关当前市场的消极或积极的观点，或者任何一位关键人物提出建议，投资者就不假思索地按他们的思维去做，以致造成股市动荡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

个人投资者对一只股票的影响，有时会让它上下浮动10个百分点，但那只是一瞬间，一般是一天，不会超过一个星期。这种市场即非牛市也非熊市。

我称这样的市场为“羊市”。有时羊群会遭到杀戮，有时会被剪掉一身羊毛。有时可以幸运地逃脱，保住羊毛。“羊市”与时装业有些类似。时装大师设计新款时装，二流设计师仿制它，千千万万的人追赶它，所以裙子忽短忽长。

20世纪90年代的市场又增加了许多新问题。你不能对这个市场有一个明确的认识。如今，这种不明确比以往更加强烈。我对这样的市场感到不安。高的时候，股指可以增长20个点。接着，股指又可以在一天内下跌100个点。这样你就知道这是个羊市。成千上万的业余投资者在股市中操作，形成一种共同资金，它们彼此之间互相影响，致使市场也受影响。

今天的股市需要弗洛伊德教授把它放在睡椅上分析一下。某些以往不曾有过的因素诱导着市场，使它过于神经质。

不要低估心理学在股票中的作用，买股票的比卖股票的还要紧张，反之亦然。除去经济统计学和证券分析因素外，许多因素影响买卖双方的判断，一次头痛这样的小事就会造成一次错误的买卖。

在羊市中，人们会尽可能去想多数人会怎样做。他们相信大多数人一定会排除困难找到一个有利的方案。这样想是危险的，这样做是会错过机会的。

设想大多数人是一机构群体，有时他们会互相牵累成为他们自己的牺牲品。

四、坚持长线思维

华尔街大多数成员都想知道上市公司每一分钟的利润增长情况。他们也因此而困惑。似乎相当多的研究公司在别人之前，已经研究出了某公司下一季度的盈利额。

注重短线投资容易忽略长线投资的重要性。企业经常投入大量资金，进行长线投资，当然同时会有短期效应。如果短期效果占主导作用，那将危害公司的发展和前景。

获利应建立在长线投资、有效管理、抓住机遇的基础上。如果安排好这些，短线投资就不会占主要地位。

当一只热门股从小角度分析，它一个季度未完成任务，市场的恐慌就会使得股价下跌。

坚持长线投资观点可以使你不盲目追随潮流。华尔街总是有时尚的，从90年代的“超级动力”汽车到50年末的保龄球股票。人们似乎认为每个美国人，无论男女老少都可以成为保龄球手，就像呼啦圈运动一样。但时尚来了又去了。那些买得早的成功了；那些买得晚的，价格过高，被套住了。

60年代，集团公司成为时尚，随后各书刊极力吹捧它公开利润的好处。可是，大量购买一只股票是建立在其自身实力的基础上的。自身实力包括：一、有好的产品；二、产品的必要性；三、真正、有效的管理；四、真实的报表。而这些都是需要时间检验的。

投资会存有一点侥幸因素，但时尚只是来来去去。长时间的观察一下华尔街的大趋势，你会发现，一次市场上升的推进一般会延续大约两年。而下跌相对时间短些，大约是上升的1/2的时间。下跌时，每个股票表现不同，这就给机构和个人提供了好的赚钱的机会。

我是一个图表学迷，它可以使我尽快地找出一家公司的资料、一种趋势或者告诉你怎样投资。就是在电脑时代，图表可以帮助你，就像我的合伙人——艺术家、交易人霍华德·里普曼一样，我是从1930年开始保存图表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的。我有一张图表显示出20世纪有26个熊市和27个牛市。从1974年到1997年中（尤其是1982年夏天），这是我一生中见到的为期最长的一个牛市。另外两个（1921~1929年，以及1950~1972年）与这次不同。那两次牛市期间有多次下跌现象。

有些时候市场下跌幅度很大，但大部分情况下并非如此。1996年3月8日，星期五，股市下跌170个点成为头条新闻。当时，形势看起来很严峻，但只是下跌了3%，不是历史上最低点。之后几年中，市场一天内下跌3%的情况出现了许多次。

如果股票下跌20%或更多，那就是熊市了。在1987年股灾中，股指一天内下跌508点，也就是22个百分点。比1929年那次还要糟糕。但是，因为没有经济原因，1987年的股灾并没有引起熊市。当时的下跌是因为相对于环境来讲，股市走得过快，涨幅过高所致。同时，债券收益之高与股票市场形成竞争。我的一张图表说明，最近的一次熊市是在1973年和1974年出现的，当时股指下跌45%。

1929~1932年，损失是89%。那真是一个灰熊市场。随后，大萧条时期来临了，它比1929年所引起的损失还要严重，一瞬间，所有财产荡然无存。这场大萧条波及四方，几百万人陷入经济恐慌之中。

1929年，市场表明了，可怕的股市先于经济表现出来。我们很快进入世界性大萧条之中，直到40年代，二战期间才有所改善。无论如何，在大萧条时期也有相对牛市，从1932~1933年，然后是在1937年就是如此。

恐慌是由极端造成的，而造成极端的直接原因是恐慌。从1973年1月到1974年10月，主要还是熊市而并非恐慌。因为它持续了一年零九个月；而恐慌一般是感性的，时间短、振幅大。

参照你的图表，研究一下过去，评论一下你自己，然后再参与长线投资。

五、及时进退

什么时机可以入市购买股票？什么时候适合卖出股票、在场外观望？

时机可能不能决定所有事情，但时机可以决定许多事情。本来可能是一个好的长线投资，但是如果在错误的时间买入，情况会很糟。有的时候，如果你适时购入一只高投机股票，你同样可以赚钱。优秀的证券分析人可以不追随市场大流而做得很好，但如果顺潮流而动，操作起来就更简单些。

一位投机者或投资者经常成功是因为，他会在市场疲软时，投入大量资金买入，这样可以用同样的资金换得更多的股票。相反的，投资者会在强市中将股票高价卖出，卖出的股票虽然不多，却能赚得很多钱。这条原则很简单。

把握有利时机一部分是靠直觉，一部分却正相反。时机的选定要靠自己的独立思维。在经济运行中，升势可能在跌势中产生，衰退会从高潮开始。

直觉的重要是什么？伟大的经济学家保罗·塞缪尔森认为，股市"在过去的三次大规模衰退中作过八次预告"，完全正确。所以，一时的直觉几乎跟对证券的分析能力一样重要。

时机是微妙的，又是很缜密的。如果在错误的时间（正处于升势）做空头，代价将是昂贵的。去问一问那些做电讯传通、莱维茨家具、蒙摩雷克斯等股票空头的人，做得没错但时机不对，抛得太快。我认识一个人，他在1929年夏天牛市最高点时，因为做空头输掉了一切，直到秋天才重新做起来。

牛市的时间一般比熊市长。牛市时，股价增长缓慢、不规则，可能比熊市更不规则。熊市则短促、剧烈动荡。但是市场终究是有一定规律的，股市很少连续超过6个月上升，也很少连续超过6个月下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在牛市中，应该适当地抑制人们的贪婪心。华尔街有句谚语：牛市赚钱，熊市赚钱，猪市怎么办？你不可能101%的对，也不可能100%的对。你的目标应该是，在每一次大涨中，获得66.66%的机会。然后退出，重新研究新的股票。

还记得理查德·惠尼是怎样在1929年眼睁睁看着他的股票下跌，直到全军覆没的吗？他违反了10%这条法则，即当股票下跌时，你应该把损失点定在10%。这条法则，多次帮助了我——把钱放在其他收益多的地方要比坚持错误的选择好得多。

我经常看见许多投资者固执地坚持错误，使得损失逐步扩大，好几年才可以平仓。

另外，有些投资者在看到亏损报告之后，只要有机会就立刻平仓出局，而不对眼前的形势做任何评估。十有八九，这种情况下卖出的股票实质上是应该买入而非卖出的。在这种形势下，人们首先学到的应该是，市场不会理会个体行为。你购买证券所出的价格没有什么不可思议的。人们在认识古怪的价格及价值重估理论时是相当困难的，而且不只是业余投资者认识不到这一点。许多投资顾问相信应该是在公共事业股资上做长期投资，但他们持有一只股票的时间过长了。我认为股票价格攀升至一个偏高价位，不管它是为政府雇员、教师还是其他人设立的退休基金都应该卖掉它。例如，70年代早期，我认为“静电复印”价位偏高，便在77倍于市盈率时卖了它。我与所有其他投资者一样可能会错。但我那次作对了，1973年，“静电复印”破产。

当一只股票在一个合理的价位被卖出时，你唯一的问题是卖出时要交的税款。人们总想逃税，这是个大错误，应该立即付税。

虽然股价还没有到最高点，但如果你获利了，还是退出为好。伯纳德·巴鲁克是能最好把握时机的投资者，他的哲学是，只求做好但不贪婪。他从不等最高点和最低点。他在弱市中买，在强市中卖。他提倡早卖。我们的公司很荣幸，他晚年的时候，他成为我们的客户。

华尔街有一种说法，如果你持有一只股票的时间够长，就能赚钱。整体看，这么说是对的。但它不太适用于个体公司，因为这样的公司极易破产。比如，19世纪时，买伊利运河股票很能赚钱；而在1996年晚些时候，IBM在同行业中，是一只强势股。将来有一天，电脑业的发展将会放慢，会被新兴产业代替。我是能够正视那个电脑被淘汰的时代的，就像正视伊利运河公司消失一样。

在这个时期，普通股票是最好的投资，但是在另一时期，也许房地产业是最好的。任何事情都在变，人们也要学会变。我完全不信会存在一个永久不变的产业。

六、认真分析公司状况

必须认真研究公司的管理状况、领导层、公司业绩以及公司目标，尤其需要认真分析公司真实的资产状况，包括：设备价值及每股净资产。这个概念在世纪初曾被广泛重视，但这之后几乎被遗忘了。

今天，随着社会极大丰富这个概念的消亡，能源供给不再是无限制的。在评价一只股票时，应该把以下几点考虑进去：石油的储备量、土地占有量、未利用的煤和铜储量、森林的占有量和其他资产。为什么不呢？这都是切实的问题。例如，仿古家具、古典及现代艺术品和房地产都经历过爆炒阶段。如果一家公司拥有许多地产，这构成我们购买其股票的原因。这些资产与公司的盈利能力密切相关，它表明了公司的潜在价值。

公司的分红派息也十分重要，需要加以考虑。如果它的分配方案是适当的，它的股价可以更上一个台阶。如果公司分出90%的利润，注意，这是一个危险的信号，下一次就不会分了；如果公司只分出10%的利润，这也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是一个警报。一般公司的分配方案是分出 40%~60% 的利润。许多公共事业的股票的分红比率还会更大些。

许多投资机构并不真的重视分红，但个人投资者却把分红作为扩大收入的一种重要方法。

几年来，好的成长性股票的股东分红率在 2%时依然风行。可是，在 60 年代早期，公共事业股票虽然股东收益率为 4%（之后甚至又翻了一番），依然经历了一段时期。

什么是成长性股票？它的聪明的追随者在公司发展初期就发现了它潜在的价值。但一般情况下，公司是在成熟后，其品牌才会被认知的。成长是缓慢的，个人和机构依然购买它的股票是因为人们的预测比较切合实际。

“成长股票”这个词并没有什么故弄玄虚，“成长性”是我们力求寻找的，这个词被广泛认可前，投资者和投机者就开始预测各个公司的利润情况、业务及将来的知名度。每个人都想发掘出一家公司，生产一种被广泛使用的新产品。所需的技巧就是让人们在高价购买之前发现它，有时即使公司的股票价跌，但这个公司仍需要被重新认识。在 60 年代晚期和 70 年代早期，许多强势股在高价被抛售后，股价急挫。有时这不是公司出了问题，而是股价偏高。

那些股价中有一些还会跃起来，只是需要时间考验。它们的成长性高于一般大公司，增长也是稳定的。

20 世纪 20 年代，埃德加·史密斯一部名为《股票的长期投资》的重要著作，对当时股市有巨大的影响。1929 年秋季这本书依然很抢手，只是许多人读得太晚。史密斯先生提倡将保持利润增长与资本折旧联系起来，而这正是考虑资产时必须想到的。本书的影响还在于，它改变了市盈率的倍数，它把合理的市盈率从 10 倍提高了 20 倍，达到 30 倍的市盈率。

人们对假定的增长花费了太多的精力。而这就是不考虑经济的衰退、战争的爆发、政府对成长指数的重新评估及成长指数自身的变化。

一只股票的市盈率很少保持在 15 倍左右，因为人们对公司前景的预计会高过这种市盈的价格——这种想法不一定正确。我们知道会有例外，但意外的机会只有 1%。所以这种奇想影响着你，使人在高市盈率时花高价买入股票。我对绩优公司超出 10～15 倍市盈率一倍的市盈率是接受的。而它们中许多市盈率只在 6～10 倍之间，这样对我们双方都有利。如果你能控制一定公司的整体市价，你就可以从中获得更多的利润。

……

七、不要陷入情网

在这个充满冒险的世界里，因为存在着许多可能性，人们会痴迷于某种想法、某个人、某种理想。最后能使人痴迷的恐怕就算股票了。但它只是一张证明你对一家企业所有权的纸，它只是金钱的一种象征。

在我事业的初期，我学会了作为一名怀疑论者，学会了做事要灵活。我还学会了及时退场，虽然会有些小的损失，但这样也比硬让我参与一只下跌的股票强得多。如果我对一只股票判断错了，我坚持尽量把损失点定在 10%。过去有些人可以说是相当幸运的，他们可以以自己的方式痴迷、热爱一些事物，但这并不意味着他们总是幸运的。换句话说，热爱一只股票是对的，但当它股价偏高时，还是别人去热爱比较好。

八、投资多元化，但不做套头交易

套头交易就是对一些股票做多头，对另一些股票做空头。1929 年，我以此保存了大量现金。但我并不向旁人推荐。你可能因此遭受损失。你可能在多、空双方都有很大的风险。套头交易的程序相当复杂。除非你选定了恰当的套头双方，但这种情况并不多见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

套头交易使我未雨绸缪，使我对低估的市场抱有耐心，每每使我不过多关注市场里存在的恐惧心理，而独自把握市场的走势。

我个人做套头交易是因为我建立了自己的套头体系。在建立了这个体系之后，我对此更有经验了。1929年，我做无线电公司股票的空头，同时在其他股票上做多头。对我来讲，我并不在乎市场的走向。如果股市升，我可以从这一类股票中赚钱；如果股市跌，我可以保住我另一类股票。我的套头交易在一段时间内被证明是有效的。在1930～1932年熊市来临时，如果你想赚钱，你就要买空。虽然不这样做也许会更好，但这条规则还是使我受益匪浅。

专业人士在日常的市场利用套头交易回避风险，有时新入市做套头交易只是一场赌博。我不赞成这样做。但也没有法律禁止它。套头交易的确是现代股票的一项变革，一个世纪以前当你从纽约和伦敦市场购买同一种股票时，城市间的差价只是些微的。专家们从一个市场买进一只股票，又在另一个市场上卖掉它，虽然赚钱很少，但还是有盈利的。获利及风险因素与当今股市相比较而言是低的。但是相信我，当今股市相当有风险。如果你坚持做套头交易，而且确信有经验可以帮助你，记住要使它多元化，要统观全局，确信你的法则是正确的。如果要使你的投资多元化，你就要尽量增加你的收入，如资金。

1929年以后的几年里，我没有输钱，但确实有几年我只是打个平手，但在这几年里我学会了许多东西。许多年后，我还可以感觉得到它的影响。多元化是成功法则中重要的一部分。不要只相信我说的，看看杰拉德·罗布的著作吧，他曾经大肆鼓吹孤注一掷的。许多年前，他将全部资金投入纽约中心铁路和宾夕法尼亚铁路股票，但这两家公司相继破产。

你应该知道只有一部分人把所有的投资放到股市中。投资者总是把手中10%或更少的资金投入股市；当然也有多的，有的甚至达到100%。当利率明显升高时，一般人会考虑拿出一部分钱投资债券。人们应该灵活地运用资金，使收支平衡。我认识一个投资者，他股票做得很好，但做了50年后他第一次买了债券。他可能认为，半个世纪过去了，买债券的时代到来了。

九、观察周围环境

我所说的环境是指市场走向和整个世界环境。你需要变通我给你的那些模式，以适应你所在的市场的运作。

在市场的评估中，应多关注百分比的变化而不是数量。下跌100个点虽然波动很大，但它可能只是指数的2%。观察能源的供给状况，中东有危机时，原油的价格上涨，石油股票价格在1980年上升到最高价。但之后几年，石油股票进入熊市，它的股价跌了1／3或更多。

关注美国的汽车制造销售。美国汽车业逐渐具较强的竞争力。技术产业可能需要有上百家公司来关注。但汽车业只有 3 家：通用、福特、克莱斯勒。通用汽车在这几年管理相当完善，但在几年前曾经不大好。它的总价值为1500亿美元，是 3 家公司中最大的。它的产品在过去10年里发展神速……

我敬佩经济学家，他们中很多是我的朋友。但不要看重经济报告。我愿意花很多精力去研究经济问题，但就市场的变化而言，它对我没有什么帮助，我的结论是“科学是苍白的”，对市场的变化，它无能为力。

关注市场可以使我发现市场何时开始衰退，又何时开始复苏。这也是经常给投资者以机会，使他们有机会投资到所谓保守的方面，如短期无息国库债券、长期国库债券、国库券。短期无息国库债券是大投资者主要的投资方向，它比任何一项投资都有保险，比把钱放在枕头里还安全。你不需要经济学家告诉你怎样研究利率，没有什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

么能比预测市场的走势更为重要的。利率的走势也是如此，长期利率的低迷，比任何其他事实都能说明经济形势的严峻。

一般情况下，如果短期和长期利率开始上升，这是在告诉股票投资者：升势来了。

你是否应该在做投资决定时观察一下大气候？许多人都是这么做的。马克·温说过："10 月份是股票投机者最可怕的 1 个月份。以此推下去是 7 月、1 月、9 月、4 月、11 月、5 月、3 月、6 月、12 月、8 月和 2 月。"

股票有季节性吗？是否应该在夏季末购买玩具类股票，然后期盼圣诞节的来临？是否也应该购买零售业的股票？如果你知道今年有一个火热的夏季，你是否应该在春天购买啤酒类的股票？

季节在按照规律重复着，虽然它每年都有微小的变化。某些人知道股市的规律性，想从中找出它与季节的联系。许多的假设认为夏季市场冷清，人们可以去悠闲地度假。但在某些年度，夏天却是市场旺季，比如，1970 年夏季的市场是冻结的，1929 年的夏季却迎来了股市最高峰。秋季，人们期望是业务的活跃期，但有时震惊也随之产生，这也成为秋季现象。寒冷的冬季随之而来，虽然整个世界冰凉一片，但人们对新一年的希望依旧。一个坏的（冰冷交织的）冬天就意味着更多的盐和石油的使用。多雪的冬天会让人们想起滑雪业和度假业。我们最终寄希望于春天——鸟儿张开翅膀，春雨来了，树木开始发芽，白天变长，新的一年开始了。华尔街又开始讨论农业的发展了。世界是需要新的化肥产品、新型的拖拉机、杂交种子的。这些判断其实在任何时候都可以做。

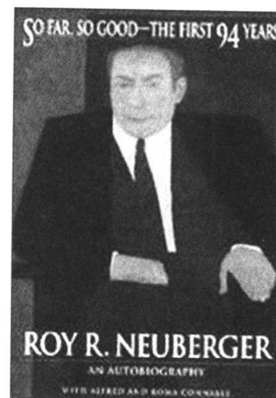
我认为，股票不分季节，按照日历投资是没有必要的。记住，对投资者来讲，任何时候都是冒险的。对享受人生和享受投资快乐的人来说，季节虽多变，但机会随时都有。

十、不要墨守成规

根据形势的变化改变自己的思维方式是有必要的。我的观点是，你应该主动根据经济、政治因素的变化而变化。至于技术上，有时我们可以控制，但有时却是在我们控制之外的。

不要按照我的做法去做。如果你那样做了，你会疯的。你应该像我那样相信自己，华尔街是一个精彩的世界，所有的游戏都令人兴奋。对我来讲，用自己的大脑来分析即将发生的事情是一件鼓舞人的事。如果我教过你如何用你的大脑做不同的判断，那么我现在的首要任务是教会你怎样做自我牺牲。而且你还要学到最重要的一课——怎样学习。90% 的投资者是牛市思维，熊市思维有背人们获利想法，因此信者寥寥。美国人是不喜欢相信明天是世界末日这种想法的。但我总是认为，明天，任何事情都可以变。我擅长做熊市思维，我与乐观者们唱反调。但是，如果大多数人有悲观情，我就与之相反做牛市思维；反之亦然，我同时做套头交易。

我不是劝人做空头交易，更不是让你做多头交易。密苏里有句谚语："拿给我看。"说明你应该像怀疑我那样怀疑这个市场。我努力地说明我是怎样成功的。你也会以自己的方式成功。我的操作会因重大事件的发生而变化，这其中也包括我的错误，我从中也吸取了经验教训。人人都可以犯错误，重要的是及时地、尽可能地纠正它。在 68 年的华尔街生涯里，我有 30% 的时间在犯错误，这当然意味着许多的损失；但我有 70% 的时间是对的。如果有一个投资者在所有时候都是对的，他或她就一定积累了全世界所有财富的绝大部分。正像你怀疑那样，永远正确的投资者是不存在的，除非他是个谎言家。



《世纪炒股赢家》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《逆向思考的艺术》

【美国】汉弗莱·B·尼尔（1904~1978）

完全坦白地说，驱使我走上探索之路并最终形成相反意见理论产生的第一个起因乃是所有人在追求“战胜股票市场”方法的过程中都会遭遇的失望和幻灭。

我与华尔街打交道的历史可以追溯到多灾多难的20世纪20年代。我很早就听说市面上流行着101种用来预测股票价格摆动的技术系统。很快也显露出如下事实，市场操作中的亏损并不是系统造成的，而是交易者或投资者本人出了问题。就以许多解读图表的人为例，他们几乎可以采取自己愿意的任何方法来解读图表。他们能把图表“形态”解释为自己所希望的任何可能的结果。这就是说，如果某人内心是看多的，那么他在解读图表的时候往往也是乐观的；如果他倾向于看空，图表也将附和他的意思，“说”市场将下跌。当市场在单边趋势状态时（不论上升还是下降），这种趋势本身已经明确得足以在图表上确定出来了。但是当市场陷入僵局，每个人都对未来价格走向感到困惑的时候，那些图表通常也是“沉默”的。

我回想起过去在很多场合下，当学习市场技术分析的人讨论未来可能形成的价格趋势时，几乎没有例外地，每个人都会根据自己内心的成见来解读市场的“技术行为”。换句话说，阻碍投机交易成功的拦路虎——刚愎自用——才是真正拍板的人。在我的研究和写作之初，我已经发现了那句古老的人人相信的真理，正如前面所说，“众人大抵是错误的”。历史上充斥着这样的例子，我们将很快涉及其中一小部分。因此，正是经过了一个自然演进的过程之后，我终于发现了一种我认为有用的解答。如果个人意见是不可靠的，那么为什么不采取与群体意见相反的立场——也就是说站到经常出错的普通看法的反面呢？请允许我强调，“相反意见”对于分析经济和政治趋势具有极大的价值，而不仅仅局限于捕捉股票市场偶尔的一次摆动。市场趋势是我们的经济以及世界经济发生基本转变的征兆，当然，从这种意义上说，它们是重要的；但是就股票价格较小规模的升升跌跌而言，其价值是负面的，并且一般是不可预测的。

——引自《逆向思考的艺术》



作为一个投资者，你是否想过自己为何会投资失利？失利后又一再重复犯错。你有没有意识到这是因为自己的投资决定往往是受情绪主导，并非一般以为的理性思考。而要克服心魔，就得坚守原则独立和逆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

向思考。20 世纪 50 年代，汉弗莱·B·尼尔在其名著《逆向思考的艺术》中推出了相反意见理论，使逆向思考理论风靡一时，最终"看涨意见一致指数"这一市场情绪指标成为很多投资者必不可少的分析工具之一。

"当所有人想的一样时，可能每个人都错了。"根据汉弗莱·B·尼尔的思想，这句话揭示了一项重要因素，正是这项因素潜在地驱动着经济繁荣和萧条的更替，困扰着我们的现代文明。密西西比的地产泡沫、荷兰令人难以置信的郁金香球茎狂潮、1929 年纽约股市的崩溃，都是灾难性的历史教训，而这些灾难的发生无不经由从众心理的作用而大大加速。

不管谁，只要熟知逆向思考方法——尼尔相反意见理论的具体应用，对于上述事件发生的原委就不会感到困惑了。这一理论不论从应用范围上，还是从其重要性上来看，都已经有了巨大发展。《逆向思考的艺术》的读者已经领略到如何将逆向思考理论应用于商业趋势以外的领域。逆向思考的方法对确定投资策略有着非常重要的意义。许多著名的投资人士都采用这个经典的思考方法，并收益颇丰，成绩卓越。





《逆向思考的艺术——股票市场制胜之道》一书中逆向思考方法可以简单地表述如下：不落他人的窠臼，相信自己的想法。一言以蔽之，思考问题时要做一个特立独行的人。思想雷同化是人类的自然习性。一目了然的思考方式——或者说采取和其他人想法一致的思考方式——通常导致错误的判断和错误的结论。因此，为了养成良好习惯，把自己的思路引向浅露直白的相反方向，必须经过一段实习的过程。

为了激起读者对这本《逆向思考的艺术》小册子的主题的兴趣，汉弗莱·B·尼尔指出：如果你希望摆脱猜测，就来学会逆向思考方法吧。

汉弗莱·B·尼尔曾长期研究群众运动和大众心理学，他认为，如果你训练自己的头脑，使之习惯于选择同大众相反的思路，那么你的想法将经常是正确的，而不是错误的。换句话说，在绝大多数问题上，我们可以很有把握地说："众人通常是错误的。"——至少在识别事件发生的时机方面是这样的。

请不要误解"众人是错误的"这句话，作者的意思并不是说人们在日常生活中的想法是错误的。而是指：当一大群人屈从于同一种观念时，往往因为他们的情绪而离题万里。如果人们停下来先把事情想清楚，他们的决定往往是明智的。仅当具有广泛的情绪感染力的特定情境发生时，你才会发现"众人错了"。从中，我们可以看出了其中的重要分别。在这种情况下，人们是作为"一个群体"行动的，而在另一种情况下，是作为每个个体行动的。

历史书上记述了无数起狂热事件，反映了群体行为的特殊性质。《逆向思考的艺术》一书中谈到其中一些例子，其中绝大部分引证和讨论都和经济问题和金融问题有关。不过，逆向思考艺术几乎可以应用于任何方面。可以将它应用于哲学讨论中，也可以将它应用到政治上。

归根结底，《逆向思考的艺术》一书中的结论是，"众人"用他们的心来思考（也就是说受他们的情绪支配），而个人则用他的大脑来思考。这并不是对任何具体的个人所做的分析，可以说当我们之中的每个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人汇入某一群体后，都可能失去平衡，这时我们就成了群体的一分子，而不再是原来的个人了。我们经常听到这样的说法，某某如此这般“昏了头”，或者某某“头不长在身子上”。

作者相信，经济学和政治学研究之所以存在重大缺憾，就因为它们未能考虑到人类的本性。当我们力图描画未来的图景时，人们到底是如何想的、如何做的，这些问题简直太经常被我们忽视了。活生生的人类行为的重要性，完全可以和关于人类行为的统计学数据的重要性相媲美，换句话说，当我们考虑经济趋势和社会政治趋势时，人类的特性应当像统计学数据那样被给予同等的重视。

因此，通过阅读《逆向思考的艺术》一书中对过去的狂热事件和历史情节的描述，我们能够获得大量的关于大众心理学的知识。不过在分析具体事例的时候，注意分析推动当时引起大众狂热的具体刺激因素，或者在各个历史时期征服大众的特定的怪念头是很重要的。



投资中的逆向思考



“顺势而为”、“趋势是你永远的朋友”或许是投资者在期货市场中听到的最多的教条。的确如此，技术分析的核心问题就是研究趋势的方向、规模、结构、演变等特征，以便在趋势发生变化时捕捉买卖时机。倘若你具有逆向思考的能力，你就能更深刻地了解市场，更接近市场的本质。《逆向思考的艺术》一书给我们提供了学习这种能力的机会。

逆向思考的出发点是社会心理学。早在20世纪初法国心理学家李本博士就对群众心理在证券市场的应用加以研究，并提出了从心理学方面分析证券市场的一个理论——“李本博士群众论”，其精华就是个人的思想会受到群众心理的感染，从而对行情不能客观地进行分析，盲目跟风，旺市时越炒越高，贪婪以至于疯狂；淡市低迷时又过于恐惧，也就是所谓的“羊群心理”。

相反意见理论认为，当绝大多数投资者看法一致时，通常他们都是错误的。正确的投资方法应是认清了绝大多数人的行为以后，反其道而行之。

前些年股市流传的“和尚买股票”的故事其实就是相反意见理论的翻版。说一得道高僧在人人都狂抛股票时，以“我不入地狱谁入地狱”的心态去承接；而当人人疯狂买入时，高僧又大发善心：我卖了吧，不要让别人买不上。但最终他还是只能看着大众的亏损以悲悯之心独自去念“阿弥陀佛”。

这里要强调的是高僧买卖股票获利是基于人人买入或卖出，而不是很多人买卖。很多投资者经常对相反理论有误解，以为就是与众不同的偏执。股市的涨跌不可否认是群众力量的推动，基本的供求关系在股市一样起作用：供大于求，价格下跌；供不应求，价格上涨。相反意见理论也承认这点，而它更关注极端状态。由大多数到每个人有质的区别。逆向思考强调的是“当每个人想得都一样时，可能每个人都错了”。《周易》说“易穷则变”。穷就是事物发展的极端状态，比如举重，当胳膊已伸直重物已举到极点，“穷”了也就只能向下了。所以应用逆向思考并不是要时时与众不同，投资者应知道何时跟群众走，何时应反其道而行之。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前面提到的"看涨意见一致指数"就是《逆向思考的艺术》一书中提到的一个有力工具，一般认为当该指数大于90%，即绝大多数人看涨时，市场处于超买状态，可能即将出现顶部。试想当90%的投资者看好市场，则意味着他们已将资金全部投入，那么接下来还有谁继续买入来推高市场？强弩之末，势不能穿鲁缟也。同样当该指数小于10%，即绝大多数人看空时，市场处于超卖状态，意味着可能即将出现底部。曾经有文章称当中央二台证券之夜栏目中各券商对后市的看法接近一致时，行情常常反转，虽是戏言却不无道理。

另一方面，行情在极端状态下的延续并无确定时日，经常使逆向思考者对行情反转的判断超前于真正的变化。趋势的发展具有惯性，真正的反转必须有明确的信号，但逆向思考能提醒我们警惕行情的反转，于"一叶落而知秋"中及早发觉即将发生的趋势变化。但火候的把握更需要在市场中磨砺出的实际经验。

我们知道期货投资交易是一个连续的"负和博弈"过程，亏损一方不仅要输给盈利的一方，而且要缴纳交易过程的各种费用，从根本上讲所有的投资人及投资从业人员都由亏损方来供养。这就决定了输家在数量上及资金量上必须远远超过赢家，才能维持市场自身的生存和发展。所以大多数人长远而言必定是市场的输家，只有少数投资者可以长远获利。那么逆向思考就显得愈发重要，要想获利只能做少数人而不可在群体中丧失自我、随波逐流。

归根结底，逆向思考就是要求投资者保持自我、独立思考，而独立思考在任何时候都是一种美德，但传统的集体本位的思想和文化背景已使我们很多人丧失了独立思考的能力。（佚　名）



逆向思考：更可能成功的艺术

思维是有乐趣的，然而思维的结果总是跟别人一样就很没劲。尤其在这个比什么时候都讲究个性的时代，要想显得与众不同，光靠几身哈韩族的肥裤子紧身衣恐怕还不行，要从思想上着手，有创造性地思考，才能真正地体现出自己的特别。

我一直努力让自己特别，或至少是显得跟别人不一样。但苦恼的是我却做不到不落他人窠臼，特立独行。我的思想与别人的思想总是雷同。我把这理解成悲哀或是人类的自然习性使然。但无论如何我正尝试着改变。终于，我认识了汉弗莱·B·尼尔所著的《逆向思考的艺术》一书中阐述的相反意见理论。

《逆向思考的艺术》一书中阐述的相反意见这种理论在本质上是一种逆向的思考方法，它的目的就是要挑战在当前流行的政治、社会、经济和社会趋势中为众人普遍接受的观念，和大众观念竞争。在解决问题的过程中力图透过表面的大众意见看清其中的实质。

也许在某些读者眼中，相反意见理论，或说逆向思考的艺术，不过是一种玩世不恭的理论。而我却认为它是一件训练思维方式的工具，它要求我们养成对所有问题同时看到两个方面的良好习惯，要求我们通过自己的正反两方面思考得出结论——双向思维更有可能得出正确的印象，而正确的印象把我们引向正确的结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

逆向思维就像一棵果树里旁逸斜出的枝丫，看似荒诞怪异，秋天来了却能结出风格独特、味道鲜美的果实。而且在特定的时刻里，逆向思维也许还能使你成为真理的唯一把握者，举世皆浊唯你独醒。

逆向思维需要的不只是一瞬间的灵感闪烁，它还需要你有胜人一筹的勇气来做基础。譬如说，当所有人想得都一样时，你有勇气怀疑他们中的所有人都错了吗？不要以为这不可能，1929 年纽约股市的崩溃等灾难性的历史教训的发生无不经由从众心理的作用而扩大、加速。

如果你熟知逆向思考方法，如果你有足够的勇气坚持自己的理论，这些灾难对于你来说或许反而成了你成功的契机。

尼尔的《逆向思考的艺术》一书中所阐述的相反意见理论主要是针对股票市场的思考，表面看他力图教给人们的是如何在变化难测的股票市场获得意料之外的收益。但从思维的方式来看，他却能给更多的非股民们以思维方式的启迪。这很重要。不过也要小心，逆向思维的最终目的还是为了掌握真理。如果单纯为了特别而故意地特立独行，是不是就捡了芝麻丢了西瓜了。

想想自己曾经的那些为特别而特别的念头，肯定是我自己错了，不是全世界。（方　方）



逆向思考理论的奠基人



汉弗莱·B·尼尔是美国著名的心理学家，是逆向思考理论的重要代表人物。他的著作《逆向思考的艺术——股票市场制胜之道》成为很多投资者必不可少的分析工具之一。

从 1928 年起，尼尔家一直居住在佛蒙特州撒克斯顿河边的家园。家乡古老房屋的朝向河岸的厨房成了汉弗莱·B·尼尔的工作室，而大畜舍里从前装马具的房间现在装满了他的研究图书、报纸和文件，就是在这些地方，他写就了著名的《逆向思考的艺术》。

尼尔多年来始终站在华尔街的有利位置上观察和分析经济趋势。这段漫长的岁月并没有从他脸上，从他的言谈中，从他的心里，磨掉他的佛蒙特本色。

经过在布鲁克摩经济中心 10 年的学习生涯，汉弗莱·B·尼尔树立了自己的名声。他通过生动、人性化的方法解释含糊的事实和数字，这使他得到世人的关注。汉弗莱·B·尼尔有许多作品，比如《录音阅读和市场策略》（1931）、《了解美国生意》（1939）和《证券交易所里的故事》（1950）。

在他的整个工作期间，尼尔观察、研究和记录了大量数据，从而发展了他的逆向思考理论。

尼尔一直强调进行逆向思考的目的是为了理解社会经济与政治运动的宏观趋势，而不是为了把握证券市场的细微波动。逆向思考理论的价值更多地体现在帮助我们在预测中避免犯错误，而不是运用它作为预测的主要手段，这是我们在应用逆向思考理论时首先应该注意的一点。



汉弗莱·B·尼尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一编　采取相反的意见是值得的



Ⅱ

无可否认地，在评估相反意见时有可能出错，无疑，您会经常如此。事实上，从我自己的情况来看，大约花费了数年之后，我才能足够准确地估量“大众意见”，从而对与其相反的结论觉得有相当的把握。需要待以时日来养成逆向思考的习惯。

更进一步地，即使以相反意见作为我们的指引，我们还是不得不与个人成见作斗争。举例来说，如果您对一定的经济形势具有强烈的感受，则时常抑制自己的感觉、冷静评估大众意见是困难的。因此，偶尔因为您已经预先形成了自己的观点，会误判大众意见。您可能轻率地得出结论，把大众意见理解成您心里所情愿的，于是不经意之间，您已经成为“大众”的一名成员，实际上您的想法同大众一样。

然而，一经养成“逆向思考”的习惯后，您将越来越不常受到旧习性的摆布。最终，您也许会变得完全客观，成为那些人类天性缺陷的主人。当这一天到来时，您将会惊奇地发现，当（正因为）其他人错误时而您是正确的这种情况是多么频繁！一项多疑式的努力，不是吗？但是从长期来看，这是值得的。

在这20年中，我曾尽力探索能够使人抑制人类天性的思考方法——这些天性是清晰思路的大敌，这是我发现的唯一方法。您不可能既采取与一般观点（必须承认，一般观点看起来更符合逻辑）“相反”的立场，与此同时又听从那些“一厢情愿”、“刚愎自用”的误导性的声音！

现在您也许会问：“我怎样着手探寻大众意见呢？"

我要向您交代清楚，您将不得不仔细考察一大堆新闻和评论。不过，广播、报纸和杂志现在每天倾倒出如此庞杂的经济新闻和宣传，我们不难从中相当准确地看出关于人们可能正在想什么的一幅横截面图，得出人们的综合意见可能是什么的结论。另外——这一点是相当重要的——也了解到某些集团要我们接收和相信什么。

国会1946年通过的法案确立了CEA——总统经济顾问委员会。从那时起，媒体倾泻出来比以前多得多的经济新闻和评论以及意见。因为CEA的观点是官方的，它们对大众意见产生了巨大的影响力。

官方“经济信息发布”对于分析和评估其对公众的影响特别重要。顺便说一下，当我们提及“公众”时，其中也包含商业界人士。请不要将所谓“公众”简单地理解为大街上四处游荡的闲人。公众指每一个人，包括您和我。商界人士——或者经纪人们——或任何群体——的一致意见在分析“相反意见的对立面”时很有价值，因为他们对一般观点具有影响力。

提到CEA，令我想起了1950年1月埃德温·C·诺斯博士的一次发言，他是经济顾问委员会的前任主席。本作者对他的评论抱有特别的兴趣，因为人们如果看到自己得意的理论在显要的发言者口中得以验证，总会从中获得极度快感的。诺斯博士当时在向一群商界人士发表他对1950年前景展望的看法，他表示预测者们以“令人讶异的一致程度”持有共同的看法。接下来，他添上了以下样的词句：“当所有的预测相互一致的时候，正是我们要当心的时刻。”

Ⅳ

为了突出大众想法与股票市场中长期趋势的对比，我认为花一点时间回顾一下在过去这场战争期间股票价格的变动——既考虑美国的，也考虑英国的——是值得的。其中有几个十分有趣的例子，表明股票价格竟然在未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

动向发展的数月之前，在众人“符合逻辑”地开始担心或形成预期之前，就已经体现出此种动向。

为了考察美、英两国的价格趋势，需要确定研究的起点，我们不妨回到 1937 年。在 1937 年初，英国工业股票指数终结了它自 1932 年国际大萧条时期的市场底部以来的长期爬升行情。与此同时，美国股价也已接近其 1937 年的高点。

因此，两国的股价趋势在上述复苏期间是相似的。

1937 年，美国和英国的股价都开始下挫。美国的股价暴跌，情形相当严重。在 1938 年 3~4 月间，美国市场形成了“底部”，但是英国的指数持续下滑，直至 1940 年中期。1939 年 9 月 1 日，希特勒长驱直入，侵占波兰——但是，出乎“每个人”的意料，纽约股票市场在经过短暂的一小时的突击抛售之后，向上暴升，在此后几天中，道琼斯工业平均指数上涨的幅度超过 25 点。华尔街和大众都对此“吃惊”不小，因为普遍的看法曾经认为股价将首先崩溃，然后才上冲——就像 1914 年的表现一样，在 1914 年，为了防止出现大恐慌，曾一度关闭市场。数月之后，当市场再度开张时，大规模的战争行情开始了。

1939 年，当真实的战争打响后，英国的股价也开始上涨，但是不如纽约股市那样兴奋。

紧接着上述最初的“战争上涨”行情，随着第一次冷战（虽然人们把 1940 年冬天的事件叫做“伪战争”，但我们宁愿这样说）在欧洲拉开序幕，两国市场均进入了牛皮盘整状态，人称“高位平台”。也许您还记得，希特勒在冬季按兵不动，直到 1940 年 5 月 10 日，才在全欧发动了他的“闪电战”。在上述等待的数月间，股票市场同时也无所作为。

我特别清楚地记得那个早晨，我们的收音机令人惊恐地宣布纳粹已经入侵荷兰和比利时。在当天早晨开往纽约的通勤列车上，大家的话题最终围绕到股市行情上。大家一致认为市场将再度上冲——如其在 9 月份的情况——因为伪战争已经结束，真战争刚刚打响。我还记得当时因为相反意见理论被人大加挖苦，因为当我与人谈论经济或股票市场时，我通常总把这个理论带进谈话中。然而，我的旅伴们正热衷于想象即将到手的“战争市场利润”，对“持相反立场”的点子不愿意花上一丝一毫的注意力。

市场如其一贯所为，愚弄了每一个人——这一回什么动静也没有。

市场非常平静的表现不是好兆头。如果价格没有如人们所预期地上冲，结果会怎样呢？

我们无需等得太久就可以看到后来的结局了。5 月 14 日，德军入侵法国，泄洪的大闸打开了，市场不仅没有重新恢复牛市行情，反而直线堕落。就在数日之间，道琼斯工业平均指数跌去了 45 点。

这是一场相反的结局，具有振聋发聩般的示范效应。

预想的观点被事实所抛弃。著名的法国马其诺防线比想象中用来抵挡德国人的一根草绳强不了多少；当初认为荷兰大坝可以放水淹没任何人侵者的想法被证明毫无用处；法国军队实际上崩溃了。

西方世界如梦初醒，终于认识到每个人对希特勒和纳粹的看法都犯了一个灾难深重的错误。在本例中，关于某一事件的相反意见也具有深远的意义，可以与整场战争意义相提并论。

1940 年 6 月，一个关键时刻，当时英、美的股价均以急速下跌的方式到达底部，（从事后看）这具有重要的启发意义。

英国当然已经被卷入战争，我们则没有。当时一切看上去都是前景最暗淡的——实际上人们对英国几乎绝望了，因为她从那时起不得不独自抗击希特勒——然而英国的股价开始慢慢地向上爬升——并且直到 1947 年 1 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

之前，从未停止过这一顽强推进的过程。

换句话说，面对法国的沦陷、悲惨的敦克尔克、英国上空的空战，英国股票市场向如同惊弓之鸟的全世界宣布，英格兰绝不会倒下。股票价格与温斯顿·丘吉尔持有共同的伟大信念，希特勒永远不能征服大不列颠。

我认为，以上关于战争历史的记述具有重要的信息价值，所以不惜笔墨地摘要出来。

与此同时，华尔街的情况如何呢?

我们的股市在 1940 年的崩盘之后复苏过来，但是在 1941 年再度开始下挫，似乎成为我国参战的预兆。当珍珠港事件爆发时，曾有过小规模上涨行情，但市场持续下滑到 1942 年 4 月，无疑您还记得。

后来，当我们的前途看上去最悲观的时候——新加坡被日军侵占，巴丹半岛失守，柯里矶多被弃守——股票市场停止了下跌，似乎在说："打住，这种绝望的态势已经够了。从此往后，美国将抓得战争了。"事实上，在市场长期下跌之后形成的底部几乎正巧与柯里矶多岛沦陷的日子重合。不过，直到此刻为止，我们一直在败退。股票市场的前瞻能力远比我们，众人们，敏锐!



第二编　关于相反意见理论和逆向思考方法的随笔

投资者的两难处境

不久以前，关于股票市场预测和实际投资操作曾经发生了一场热火朝天的争论，尼尔氏相反意见理论恭逢其盛，也加入了一分子。

威尔弗雷德·梅先生时任《商业和金融年鉴》的执行编辑，他在 1950 年 12 月 27 日芝加哥的一场演讲，挑起了这场投资理论的"华山论剑"。他痛批当时在市场上有呼风唤雨之力的市场预测做法，通过一个强有力的案例隆重推出"价值投资概念"——简而言之，这种理论辩称，我们应当买入具有价值和前景的投资对象，就像买下一块农场或是盘进一家商店一样，而不是在市场波动起伏中弄潮。作者回顾自己 25 年的投资生涯，诚心诚意地赞成这样的投资策略。

我不期然地卷入了随后而来的论战中。温斯洛·科休和斯特森公司的瑟洛先生是纽约股票交易所的会员，他表示同意梅先生的买入策略，但同时反问梅先生准备采取什么样的卖出策略。

在瑟洛先生反问的问题中，有这么一条："您是否认为类似于尼尔氏相反意见理论的大众心理学投资方法应当在您的投资策略中占有一席之地?"

这个问题是个好由头，我乘机吹响了相反意见理论的号角，发出一个不合拍的音节。

请允许我强调心理学的一个要素——老生常谈的一句套话——如果把全部问题归结到最终的基础性因素，则投资问题就是一个人性的问题。

一般的投资者并不思考——也不愿意费脑筋。有了自动化的预测方法，投资者就省得自己亲自辛苦研究了。如果能够借助某种市场摆动方法"读出交易信号"，就可以避开繁重的劳动了。问题是，如果我们指望发现深埋在地下的金矿，就得经过艰巨的劳动一铲一铲地把土挖起来再抛出去。寻找真正价值是一项艰苦的工作!梅先生的"买入价位"的概念毫无疑问是可畏的投资方法，但是这需要付出艰辛的劳动和严格的精神自律。在大众投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

者中，永远不会有太多的人愿意付出这样的代价。

因此，我大胆地断言，除非大众心理发生了转变，否则，相反意见理论就是一个有效的指南针——而千百年来，大众心理从没有改变过。只要大众投资者（以及他们的许多投资顾问）总是作为一个人群来行事，就值得做一个逆向思考者。

这儿又是一个不合拍子的音节：如果哪位依赖相反意见理论来选择自己的出入市时机，那么他免不了会时时失望的。

然而，凭这一点并不能否决该理论的适用性。迄今还没有什么方法来确定经济趋势形成和逆转的时机——但是众所周知的是，每当市场趋势处于重大反转区域时，众人总是错误的。也许您的判断下得过早，但是它仍然有用；您得为误差留些余地，明白自己也许会比预定的时间早到一会儿，但是您不会误了火车。

更进一步地，如果您采用梅先生的可靠观念，则您会有更多的理由成为一个逆向思考者。深刻的头脑一定是反向思维的头脑。除非我们在未曾开采过的地方，选择表面看来似乎可能性不大的地点开挖，否则很少能够真正挖掘到价值。类似地，当市场上人气沸腾，“每个人”都在买入的时候，那些价格远超过价值的地方也很容易被众人忽视。显然，当市场处于“高位”时，有“价值”的投资对象就越来越少——然而正如梅先生所指出，总是有人愿意深挖不止。（为了用实例来印证一下，也许我们应该提起 1929~1930 年的黄金类股票……为了呼应梅先生的论点，我论述了这些学术性的问题。我没有投资咨询方面的顾客，所以随心所欲地发表意见正是我的本分。）

相反意见理论是一种“思维方式”但请不要滥用它！

常常听到有人提出这样的问题：相反意见理论到底是什么？

我们大致可以用一个词作为以上问题的答复：它是一种思维“方式”。不过，请允许我补充一点，不要滥用它！我们应该按照它本来的用途来使用它。它肯定不是一种在赛马中竞赌压注的法宝，也不是在股票市场大把赚钱的系统。它不是一颗水晶球。坦白地说，它就是要我们培养正确的思维习惯，其实每本教科书上都写着这样的学习建议，即对待所有的问题都要同时看到它的两个方面。或者，我们借用弗兰西斯·培根爵士的话来表述：“在你相信以前，怀疑一切……”

愿意费心劳神地同时推敲问题的两个方面的人可谓凤毛麟角——实际上，大多数人甚至连花工夫单单把问题的一个方面搞清楚都不乐意——因此，如果我们能够厕身于那些尚愿偶尔开动脑筋的少数人的行列，显然拥有极大的优势。请相信，写这些并不是为了逗闷子。大多数人通过二手渠道——从他们匆匆浏览过的文章中，或者从心不在焉的耳闻中获得信息、形成看法，这是再真实不过的事实。

请允许我引用一位饱学之士所述与此有关的一段文字。艾伯特·杰伊·诺克在他的《一个多余的人的回忆录》中，对于全民普及教育提出了许多严厉的批评，尽管他把教育失败的责任更多地归咎于我们——学生，而不是归咎于教育体系。

诺克写道：我们的教育体系完全建立在良好的信念之上，即全民初级教育将把每一位公民造就得更贤明；然而事与愿违，它所起的作用完全不是这么回事。我们公民的普遍智力水平依然停留在教育体系建立以前的水平上。教育体系的倡导者们不了解，也不可能了解，人类智力停止发展的平均年龄大约在 12~13 岁之间，因为这一点当时尚未有定论。

但是——这里您将看到和相反意见理论的关联之处——诺克还是认为我们的教育体系产生了一些结果，他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

术语是“矫枉过正的结果”。“如果说它没有对提高大众的普遍智力水平做出任何贡献的话，它倒是成功地导致我们的公民更容易上当受骗了。它具有一种强大的倾向，把人类智慧中轻信盲从的成分强化到铅印的言语上，使得受教育者服从权威的天性或者盲目崇拜的心理更加巩固，从习惯于读报的人群中也许我们就能看到此类高度发达的习性。”因为学校教育我们相信从课本上读到的一切，接受老师告诉我们的一切，我们渐渐养成了“不假思索地接受”的习惯，而不是凡事都要运用我们应有的智慧。

正如诺克所说，这就使有智慧的人类（也许我们应该换个说法，“聪明家伙”）成为“易于塑造的模型”，“不论怎样有害的谬论，只要经过权威的包装，就能灌输给他”。

如此看来，我们就可以借助相反意见理论来避免群体性的“不假思索”的错误，再运用简明实用的常识来达成正确的决定。通过这样的办法，您就能“在游戏中取胜”，但是这是您自己取得的胜利，而不是这个理论的。本理论仅仅是一种思维“途径”——我们可以经由这条“途径”达到正确的结论。

问问“什么地方是对的?”而不是总问“什么地方错了?”

在我们讨论一些经济上或政治上刚刚冒头的问题时，所有人马上都会问“什么地方错了?”您注意到这种倾向了吗?您随便就能想到很多这样的例子。如果我们正在争论当前的普遍商业状况，肯定有人会问：“现在商业到底出了什么问题?”或者在谈起股票市场的时候：经纪商们每天都要一遍又一遍地念叨——“市场怎么了?”您从来没有听人问道“市场哪儿是对头的?”可是我敢断言，在您考虑经济走势问题时，如果您问一问什么地方对头了，就会获得一个全新的视野。您的思路将拓展到不同的方向。什么时候尝试尝试吧——实际上，不妨养成一个习惯吧。这实在是一个值得大力推荐的逆向思考习惯。

对社会——经济问题的反面式研究方法已经成了一种固定不变的俗套。

用心理学家和医生的话来说，人们已经形成了一种“身心抑郁症”，或者说寻找毛病的习惯。无论提出什么问题——不论是关于内政的，还是关于外交的——您几乎总能马上听到诸如“这样行不通”、“那样不能成”之类的大合唱。说到这里，让我们想起了汽车时代之前的日子，当时亨利·福特以及其他那些发明不用马拉的车辆的人备受嘲笑。

这个话题让我想到了关于正面思考方法的一则有趣的故事，这个故事记述在《看好您的保证金》一书中。有一天，一位精明的投资者乘坐了一辆早期的二缸汽车，经过了一场时速达 15 英里的疾驶后，他便追问这个新奇玩意儿是靠什么驱动的。对方告诉他，它使用汽油，于是他马上买下了一大捆洛克菲勒先生的认股权证。他知道标准石油公司的产品已经有了销路，可以经营下去；他还估计到，在最早上市的汽车中将有一大批可能坏在路边。关于这些喝汽油的甲壳虫，他问自己什么地方对头——而不是担心什么地方不对劲——就这样，他就成了未来的大赢家。

依我之见，如果我们希望度过下一个 10 年而又不丧失平衡感——并且希望享受到生活中的种种满足——我们就必须贬低我们有麻烦之处，褒扬我们的幸运之处。

如果我们对这样那样的问题开始探问“什么地方是对的?”

我们将会发现我们已经实实在在地完全改变了思维方法。苍天作证，我们不可能从寻思当今严苛的税率中得到任何乐趣，但是就在不太久之前，您、我可能都曾经相信，任何事，甚至是叫人吃不消的税率，也比失去控制的通货膨胀强得多。显然，我同意税率有时可能过重（从经济学观点来看，现在就是太高了），但是如果学生们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

把注意力集中到什么是正确的部分，也许我们就能够解决这一问题了。

为什么预测越来越对不上卯

预测、预报已经成为一种社会嗜好。差不多所有的经济学家都被召集起来征询他们对未来的看法——许多人果然走上歧途，写文章、发演说，大谈“前景如何”。您可能已经领教了他们提出的各种花样的理论。但是我们必须始终牢记这样一个重要事实，一项预言越是广为接受，就越有可能变得不准确。

当您想到国会已经立法成立了官方预测机构，即总统经济顾问委员会，也许您会说“预测”这行当已蒙官方批准，并得到了官方的支持。该机构现在必须每年发布一次年度前景展望，而过去它发布的报告则更频繁。（显然，在艾森豪威尔总统统治下，公开的预测将会大为减少。）

随着这样那样的“理论”如过眼烟云一样的出现，我们看到预测科学已经经历了若干不同的阶段。您还记得不久以前凯恩斯爵士和凯恩斯主义曾经是最热门的话题吗？如今人们似乎更倾向于数学方法，靠推拉计算尺来预测，所计算的因素也采用工程设计的方式。万变不离其宗的是：每个人都在锲而不舍地搜寻打开未来之门的钥匙。然而，似乎总是事与愿违，权威预测者的预言永远不可能应验，因为大众接受了他们的预测，反而导致了预测的落空。如果您相信他们的预测，您就会采取相应的措施来保护自己。如此一来，您就帮着推了一把，使这个预言越来越对不上卯。只要人们对预言保持如今这种趋之若鹜的状态，并且这种预言满天飞的现状也持续下去——只要这些预言经过报纸和广播的一再重复而路人尽知——作为辅助思考的工具，相反意见理论的重要性便与日俱增。我想我的这一结论是脚踏实地的。

怎样有利可图地展望未来

我想，当我们展望未来时，之所以不够准确而无利可图，其原因是可以说明的。此外，在我看来，可能存在某种补救的办法。

本文附录了一张简单的示意图，借助它我现在不妨向您尽可能清楚地说明一下关于前瞻性思考方法的尼尔氏体系！它不保留著作权。您有充分的权利去运用它，前提是您已经了解到作者对您应用的结果不作任何担保！

现在我们就来交代这个体系的要点。

您将赞同，在通常的各种方法中都要假定现在发生的情形很可能以同样的方式持续下去，难道不是这样的吗？这样的做法称为“外推法”，我们在前一篇文章中已经提到过——如此看来，一句50%对50%的分析，如果我们能够正确理解的话，也要比外推法有价值得多！

用非技术性语言来说，外推法意指根据当前存在的状况推算未来的状况。（或者请看前文的定义。）

在本体系中需要依序采取三个步骤，如下所示：

1. 确定外推的结果。例如，如果当前股票市场的趋势向上，则结论是它将继续上升。

2. 考虑我们所能想到的、和关于市场趋势将和现在一样持续发展的观点相冲突的、背道而驰的其他所有情况和条件。如果当前趋势是上升的，则考虑向下的想法，反之亦然。

3. 考虑可能引发比当前趋势更为强烈的趋势的各种动机和形势。举例来说，在1959年1月初，流行的外推法结论是“一切”都将继续保持适度的景气；于是一种相反的意见也可能是未来将出现比预期的推动力更强劲的高潮，后来的情形果真如此。

也许您会对自己说，这一体系并不会有太大的助益，因为我们怎能知道应该采取哪一种相反意见呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在这个问题上，我将不客气地回答："这正是我们的头脑存在的目的，当路上出现岔道时，我们用头脑来判断选择哪个方向。这肯定比一条道走到底更明智，您知道如果不转向，这条道一定会带您走进死胡同的。"

在任何事件发生后，本体系都能锻炼您的意志，防止大脑功能退化。

用金钱的智慧，而不是毛躁的冲动来挣得一些容易得来的钱财

在 1961 年 4 月号《世界主义者》杂志上刊登了一篇文章，重新引起了对反复思考偏好的一个话题的讨论：成功来自于你自己的头脑，绝不会纯粹来自书本。这个方程式也适用于相反意见理论。

上面提到的那篇文章题目《读一本书能使您发财吗?》。文章还附录了一些图片，其中一张彩色的大幅图片显示了最近这段繁荣的时代大量出版的各种关于如何在股票市场、房地产和推销术上挣大钱的书籍。如果不是由于仔细思考所带来的好处，其中可能也会包括一本尼尔写的如何致富的书。不久之前，曾经有一位著名出版商有意出版本人关于"金钱智慧"的主题的著述。我之所以说"如果不是由于仔细思考所带来的好处"，是因为当我刚接到这一提议时，本打算答应下来的。但是，当我为了准备这样一本书而在纸上记下一些想法后，我立即认识到这本书不会比任何一本为了赚钱而粗制滥造的大路货强多少，它也许会导致误导人们真的相信要想快速发财，只要简单地照着这些"包装纸"上的指点依葫芦画瓢就行了！我很快放下了这件事，并给对方发出通知。

尤其自从最近两轮牛市开始以来，关于如何成功的书籍一直很有销路。前几天我曾经读到一位书报亭业主写的一篇文章，他说金融类出版物以及如何击败市场之类的书籍竟然如此畅销，以至于他没法留下任何存货。

与此同时，他回顾了 10 年前，那时这类东西堆满了书架，挥之不去。这是拿 1961 年和 1951 年相比的一个有趣的例子。

……

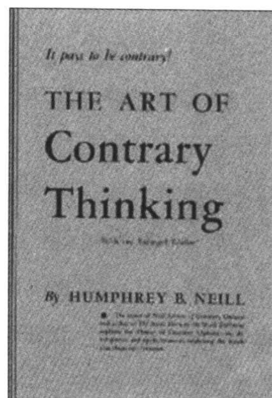
我曾提起过类似的现象，比如在金融类报章上整版的且语含暗示的广告（顺便说一下，我看到 SEC 正打算约束此类行为），还有图表分析狂潮，都是明显的例子。

关于采取金钱的智慧而不是毛躁的冲动来挣得一些容易得来的钱财，请允许我简要地解释一下上述说法的含义。

所谓金钱的智慧，我指的是极少数人天生赋有的那种精神机能，这种机能导致他们在任何谈话中、任何努力中或任何其所涉及的交易中理所当然地考虑其中金钱的一面。另一方面，普通人很少想到钱的问题，或者当看到一份新工作或合同的时候属于例外的情况。

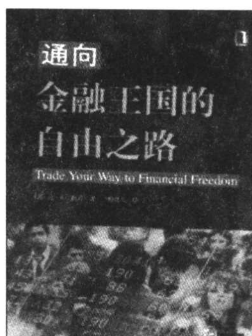
具有金钱智慧的人一刻不停地寻找赚钱的途径。与此同时，他通常总是心态平衡的个体，因此不会不顾一切地陷入草率的事情上。他从金钱的角度深谋远虑：既考虑到亏损的可能性，也考虑到盈利的可能性。他从成功的可能性上权衡风险的大小。

在某些时代，比如 1961 年 4 月，成千上万的人一时之间染上了挣钱的狂热——当您周围所有的人都在谈论他们挣到的金钱时，这件事是极有感染力的。然而，从历史背景和经验来看，很少有证据表明他们这凭着毛躁的冲动试图挣到容易得来的钱财的行为是行得通的。具有金钱智慧的头脑是久经训练的头脑，而毛躁的冲动则根源于缺乏金钱的理性。



《逆向思考的艺术》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《通向金融王国的自由之路》

【美国】范·K·撒普（1945~ ）

让我告诉你一个有关市场的秘密。你可以通过买进那些跌幅超过一天正常价格变动幅度的证券而赚一大笔钱。这就是所谓的“波动性突破”。有一个交易商就是因为做波动性赚了上百万而出名的，你同样也可以做到！并且可以赚到一大笔钱。下面就告诉你怎么做。

首先，观察昨天的价格变动范围。如果昨天和前天的价格变动幅度之间有一个差值的话，那么就把这个差值加到昨天的变动幅度上，这就是所谓的“真实变动幅度”。现在，假设昨天的真实变动幅度为40%，用其衡量今天的价格，那么上限值就是你买进的信号，下限值则是你抛出的信号(例如卖空)。如果你恰巧遇到这两个价格中的任何一个，那么如果明天你进入市场的话，就会有80%的盈利机会。长此以往，你就可以挣到一大笔钱。

这种特殊的方法听起来是不是很有意思？确实，它也同样吸引了成千的投机分子和投资者。这种方法确实有一定的真实性可言。它可以作为在市场上挣钱的一个基本依据，当然绝不是像成功的魔法那样的秘密。但是人们若相信这个建议的话，很可能就会破产，因为它只是一种合理方法的一部分。

——引自《通向金融王国的自由之路》

大多数投资者都相信有一个通向市场的魔术般的规则，他们还相信知道这个规则的人就是那些从市场上获得了大笔财富的人，因此这些人一直努力想揭开这个秘密，从而变得同样富有。但是，只有少数人才知道去哪里寻找，因为答案在他们最不可能想到的地方。

范·K·撒普在国际上被公认为是交易心理学方面排名第一的大师，有15年的交易商和投资者顾问经验，曾经与世界上一些顶级的交易商和投资者们一起工作，并且完成了对各种各样交易商和投资者们的上千种心理评价。凭他的背景和经验，可以说《通向金融王国的自由之路》这本书里装满了能够真正帮助一个交易商或投资者提高业绩的各种信息。

美国著名投资家爱德华·斯科塔认为，范·K·撒普所著《通向金融王国的自由之路》一书指出了专业交易的基本要素：怎样建立获胜的交易心理和交易方法，怎样掌握头寸的规模等。如果你想进行投资交易，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那么一定要弄懂这本书的内容。

《通向金融王国的自由之路》是一本十分适合投资者的书，它具有很好的系统性和独创性。作者范·K·撒普在书中介绍了他15年交易商指导生涯和长期函授课程的心得，具有很强的实际操作性，能真正帮读者成为专业的成功的交易商和投资者。





《通向金融王国的自由之路》一书中充满了各种可以真正帮助所有交易者和投资者充分提高收益的信息。范·K·撒普写作本书的目的是想帮助那些交易商和投资者更多地了解自己，设计一个适合他们自己个性和目标的方法，从而可以挣更多的钱。交易商一般都喜欢一种更中性的途径，既愿意买空也愿意卖空。而相比之下，投资者就倾向于寻找一种可以购买后长期持有的投资方式。在《通向金融王国的自由之路》一书中，两者都能找到一个可以引导他们做出决策的魔术般的系统，也就是所谓的圣杯系统。

阅读《通向金融王国的自由之路》一书，我们能学到克服偏激的特殊交易技巧，投资圣手们的入门术和怎样建立一个准确的预测系统。本书还介绍了许多在其他投资学著作中被忽略的内容，比如预期、头寸规模、目标的重要性等。

《通向金融王国的自由之路》一书分为三部分：

第一部分是关于自我发掘和让自己转移到一个可以进行市场研究的位置上。其中有一章讲了关于成功交易的本质，一章是关于判断力的启发性思维，还有一章是关于个人目标的设定。作者有意把这一部分设置得比较短，然而，这些内容对成功来说却是很关键的。

第二部分安排了关于系统开发的一些模型。它包含了隐藏在交易和市场系统背后的一些概念，作者请了好多不同的专家来写这些概念的章节部分。第二部分也涉及到了期望收益，它是每个人都应该知道的关键理念之一。

很少有人（甚至是那些经常在市场里转的人）知道期望收益到底是什么意思，更不用说会有人知道围绕期望收益设计系统的含义了。因此，仔细地学这一部分是很重要的。

第三部分介绍了系统的各个不同部分，包括计划、入市或者时机选择技术、止损离市、获利离市，以及本书中最重要的一章之一，也就是头寸调整。对还未提到的其他重要的话题，作者也写了概括性的一章。

范·K·撒普在《通向金融王国的自由之路》一书中最后总结到，成功最重要的因素就是投资者自己。除非是对自己有一定的了解，否则无法设计一个适合的系统。

找到一个适合自己的交易系统是成功最关键的因素。同时，要做一名成功的投资者必须要在三方面学习，即信念、心理状态和心理战略。学习《通向金融王国的自由之路》一书中介绍的杰出交易员在这三方面的长处就会离成功越来越近。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

寻找金融交易的圣杯



随着市场经济的不断发展，我国的证券市场也得到了迅速发展，上市公司和上市品种不断扩大，广大公众（包括机构投资者）也得到了广阔的投资空间，增加了投资的渠道和投资的机会。但现如今，我国的投资者大多数仍是不成熟的投资者，盲目投资、亏本套牢的情况时有发生。市场上与投资相关的书籍虽多，大多也只是教你一两招入市技巧罢了，投资者还是会迷路。而要想成为一个成熟的专业投资者，就需要一本比较完整、系统地介绍投资的书。

范·K·撒普所著的《通向金融王国的自由之路》就是一本可称为经典的好书。该书所阐述的理念很实用，不仅指出了一些常见的思维误区，更说出了符合自然法则的很多交易理念。

《通向金融王国的自由之路》一书中讲了一些经典内容，如：①从投机成功的贡献率上说，心理学占六成、头寸调整占三成、系统开发占一成；②6个影响投机的关键因素：包括可靠性、风险报酬比、投机成本、投机频率、投机资本规模、头寸调整。该书还介绍了机会成本和期望收益等因素对成功投机的影响。

作者在《通向金融王国的自由之路》一书中用了一些非常绝妙的比喻，比如对圣杯系统的追求、足球的比喻和打雪仗的比喻等。圣杯的喻意是：市场上的成功来自于自我的控制，交易者自身是决定投机是否成功的最重要的因素。

圣杯系统的追求就是认识自我，投机者只能依靠自己对市场的信念才能做到成功投机。

这些比喻贯穿全书，使一些比较深奥难懂的东西变得生动形象并且易于理解，给人留下深刻的印象。《通向金融王国的自由之路》一书不仅是作者实践经验、教学和研究的心血结晶，而且也收录了世界上投资界很多专家的心得和体会，实在是一本难得的好书。（佚　名）



投机的关键：交易心理

我一直同意这样的观点：入行证券期货，第一是生存，第二才是发展。面对万千变化的市场，我们应该如何应对，从何处着手？与经济理论家和市场评论家关注的焦点根本不同的是投资者要解决的不仅是认识问题，更关键的是操作问题。而操作问题归根到底是一个交易心理学的问题。

可以这么说，在这个市场上决定你是赢家还是输家的最重要因素就是你自己。范·K·撒普可能不是一个顶尖的交易师，但却是一个顶尖的交易心理学专家，在这方面有很大的优势。当然，成为顶尖的交易员有天赋的成分，也有运气的成分。但对你我这样的常人来说，做赢家的关键还在于我们自己。范·K·撒普所著的《通向金融王国的自由之路》一书中也有这样的例子。成功交易的前提是真正地了解自己。我十分感谢范·K·撒普为我们写了这样一本书，给初学者指了一条通往金融王国的自由之路。当然，这条路还是得自己一步一个脚印地去走，一本书绝不可能解决所有问题，尤其是交易心理问题。但读懂这本书就足够让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们走出市场的迷宫，向着成功的方向而去。条条道路通罗马，这当然不是唯一的一条路，也不会是捷径。交易上本无捷径可走。但是，以我的经验，这绝对是一条普通人容易走得通的路。读完《通向金融王国的自由之路》一书，深刻感受到它的确是一本好书，从内容来讲完全可列入经典之作。它把我以前的想法完全系统化了，只有将思想意识上升到哲学层面才能做到在市场生存有保障。（佚　名）



交易心理学大师



范·K·撒普博士是美国著名的心理学家，国际交易大师研讨培训公司创办人兼总裁，毕业于俄克拉荷马大学，并发行了《行销大师》电子月刊。

撒普做过15年的交易商和投资者顾问，并且在这期间研究了4000位以上的交易商。他不仅是国际上首屈一指的心理学家及交易商和投资者的导师，还是一位很受欢迎的演说家，曾为世界各地的大银行和交易公司开设了很多课程并多次举办了研讨会。他的研究成果包括一部五卷的函授课程教材、一个设计用来评估交易商优势和弱点的测试系统、八种不同的三日短训班、关于系统和心理的每月时事通讯，以及无数业界刊物中的文章等。

在数以百计的投资方面的著作中，范·K·撒普所著的《通向金融王国的自由之路》这本书是写得最好的几本书之一，该书简洁而且直入要点。范·K·撒普明显切入到了思想的诉求，而不是强调事先的准备和预期以及货币管理。除此以外，他还清楚地阐述了操作方法，包括简单地进入技巧，帮助投资者增加自己的资产。正如《交易者》杂志总裁爱德华·多布森所说的："《通向金融王国的自由之路》这本书思路清晰，并利用了大量的实际案例和模型。范·K·撒普想告诉我们的交易原则，如果能被严格遵守，那么大量的投资者都会从中获益。众多的交易者都欠范·K·撒普一个人情，我们应该对他写出如此有洞察力的投资杰作表示感谢。"

《让钱来赚钱，让资产养你一辈子》是范·K·撒普与巴顿和史蒂夫·苏哲罗合著的一本书。该书讲述了财务自由是有可能达成的，而且恐怕比我们一开始想象的还要容易得多。此外，获得财务自由之后，就能让钱来替我们赚钱，我们不必为五斗米折腰，也无须承担极高的投资风险。只是为达此目的，我们必须积极行动，有系统地采取健全的投资策略。



第1章　关于圣杯的神话



1.1 圣杯的喻意

在交易圈里，你可以很经常地听到这句话："她在寻找圣杯。"就是说她正在寻找能够使她致富的魔法一般的市场秘密，这个秘密法则就是所有市场的基础。但是不是真的有这样一个秘密呢？是的，确实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有一个！有意思的是，当你真正理解了这个圣杯的喻意时，就能够知道在市场中赚钱的秘密了。

有几本关于圣杯喻意的书。很少有人读过关于圣杯的传奇，但大多数西方人却能够立即认识到对这个圣杯的寻求是非常有意义的。一些学者们把这种寻求解释成是类似于从种族仇恨到寻找永驻青春之术的任何东西。另外一些学者则把这个圣杯的寻求当做是一种对完美主义的寻求、启迪、统一，甚至是与上帝直接沟通的追求。如果把投资者们对圣杯的寻求框定在以上这些追求里的话，那么这个寻求就有了一种全新的意义。

大多数投资者相信有一个通向市场的魔术般的顺序。他们还相信肯定有一小部分人知道这个顺序，就是那些从市场上获得了大笔财富的人。因此，这些人就一直在努力地想揭开这个秘密，从而他们也同样可以变得很富有。但是只有少数人知道去哪里寻找，因为答案在他们最不可能想到的地方。

当你越来越理解本书时，就会真正地知道在市场中赚钱的秘密。而且当这个秘密被你揭开后，就会开始明白寻求圣杯的真正意义了。

一个更加有意思的关于圣杯的传说来自于天堂上上帝和撒旦之间的一场战争。当时那个圣杯就被一些中立的天使放在冲突两方的正中。因此这个圣杯代表了一对对立方之间的精神上的通道。比如说利润和损失。这块土地，或者说至少是所考虑的这块领地就变成了一块废地。约瑟夫·坎贝尔声称这块废地象征着我们大部分人过的不真实的生活。很多人所做的只是其他人做的东西，跟随大流，别人告诉我们该怎样做就怎么做。因此，废地表示我们没有勇气去过我们自己想要的生活。从而这个圣杯就成了过一个人自己想要的生活的象征，也就是人类灵魂根本潜能的实现。

作为一个投资者，如果你随着大流，就可能在较长一段时期内赚一笔钱，但总的说来，你很可能是会输的。实际上，投资者们是通过独立思考并与众不同而赚到钱的。举个例子来说，很多投资者经常向其他人寻求一些建议，包括他们的邻居。然而，钱是通过培养你自己的想法并依据一种适合你的方法去做而赚来的。大多数投资者们都有一种强烈的愿望，就是希望他们的每次交易都是正确的，因此他们找到了一些非常流行的入市技巧，觉得自己能够控制市场了，比方说，你可以要求市场在你进入前完全执行你的叫牌。然而实际的钱财是通过英明的离市来实现的，它允许交易商酌情止损并从中获利。这就要求交易者与市场的行为完全一致。总的说来，人们通过发掘自己，达到他们的潜能，并且与市场步调一致，从而赚到钱。

可能有成千上万种有用的交易系统。但很多人在给了他们这样一个系统时却并不会追随它。为什么不呢？那是因为那个系统并不适合他们。成功交易的一个秘密就是找一个适合你的系统。事实上，杰克·施瓦格在采访了大量的“市场奇才”并写了两本书后，总结到，所有成功的交易商的最重要的特点是，他们找到了一个适合他们的系统或者方法。因此，追寻圣杯的部分秘密就是让自己是独特的，并走你自己的路，也就是找到真正适合你的东西。但这样离圣杯这个喻意还是远得很。

生命从利润和损失之间的中间位置出发，既不畏惧亏损也不期望利润。生命就是生命，就好像圣杯所象征的那样。然而，当人类逐渐发展了自我意识后，恐惧和贪婪也就同时出现。但是当你抛掉贪婪时，或者由缺乏所引起的恐惧也一并抛掉，就可以达到与所有人的一种特殊的统一。而这就是那些伟大的交易商和投资者涌现出来的地方。

约瑟夫·坎贝尔，一个伟大的学者和神话学方面的著名专家，曾经说过：假设草说“行了，好家伙，你这样不停地被砍倒，生长还有什么用呢？”但是，它们还是会继续不停地生长。这是小草精神的支柱，这也是圣杯形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

象的喻意，也是永不枯竭的喷泉的源头。这个源头根本就不管一旦它形成后会有什么发生。

有一个关于圣杯的神话是以这样一句短诗开始的："每个举动都会产生好的和罪恶的结果。"因此生活中每个举动都会有正面的和负面的结果，也就是利润和损失吧。我们能做的最多就是两者都接受，同时学会走向光明的一面。

考虑一下这些对于一个作为投资者或交易商的你来说意味着什么。你是在玩生命这个游戏。有些时候你会赢，有些时候你会输，因此既有正面的结果也有负面的结果。想要两者都接受，你需要找到内心中可以这样做到的一个特殊的位置。从这个有利位置来说，输和赢的机会均等。那个隐喻对我来说就是圣杯的真正的秘密。

如果你还没有找到你心中的这个位置，那么让你去接受失败是很困难的。而如果你不能接受负面结果，就永远不会成为一个成功的交易商。很多成功的交易商一般只是在少于半数的交易中赚钱。如果你不能接受失败，你就不会在已经知道了自己是错了时还能想到要退出来。小额亏损很可能就会变成巨大的亏损。更重要的是，如果你不能接受亏损会发生这个事实的话，你就不能接受这样一个好的交易系统，这个系统在长期说来能赚一大笔钱，但很有可能在60%的时间里都会是输钱的。

1.2 对交易来说真正重要的东西是什么

几乎每个我所遇到过的成功的投资者都已经真正认识到了这个圣杯隐喻的教训，就是市场上的成功来自于自我的控制，这对投资者来说是一个根本的转变。自我的控制并不是很难达到的，但是对大部分人来说，意识到这一点的重要性却是比较难的。比如说，大多数投资者都相信市场是一个制造牺牲品的有生命实体。如果你相信这句话，那么这句话对你来说就是真的。但是市场并不制造牺牲品，是投资者们自己将自己变成了牺牲品。每个交易商都自己控制自己的命运。在没有理解这个重要的原则的情况下，或者只是下意识地认识到，一个交易商是不可能成功的。

让我们看一下一些事实：

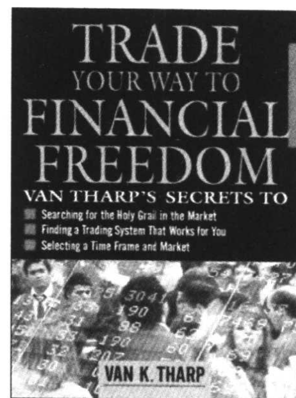
·很多成功的市场专业人员通过控制风险来达到成功。风险控制与我们天赋的偏好倾向相反。风险控制需要极大的自我控制能力。

·很多成功的投机者只有35%～50%的成功率，他们的成功并不是因为他们能够很好地预测价格，而是因为他们的有利润的交易头寸远远超出了亏损头寸。这也需要极大的自我控制能力。

·很多成功的保守派投资者可以说是一些矛盾体。他们做其他人都害怕做的事情，他们都有很大的耐心并且愿意等待对他们来说合适的时机。这同样需要极大的自我控制能力。

·成功的投资者看重自我控制胜过任何其他的因素。这是通向成功交易的第一步，那些置身于自我控制能力发展的人最终将能够获得成功。

让我们从另一个角度来研究一下这个成功交易的关键因素：自我控制。当我谈论到成功的重要因素时，就需要提到三个典型的领域：心理学，货币管理即头寸调整，以及系统开发。大多数人都强调系统开发，却没有认识到其他两个主题的重要性。更精明的人提出三个方面都是重要的，但心理方面是最重要的，大概占60%；头寸调整是第二重要的，大概占30%；而系统开发是最不重要的，只占10%。这



《通向金融王国的自由之路》英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

些人认为自我控制只是属于心理状态这部分。

Ed Seykota 有一次告诉我，他曾经在 20 世纪 70 年代末期教过一门为期 10 周的关于交易的大学课程。第一周他把所有的时间都花在了教他们交易的基础信息方面。第二周他在课上讲了道氏 10～20 天移动平均交叉系统。然而，他却需要花剩下的 8 周课的时间去说服他们，让他们去使用他教的这个系统，使他们足以愿意接受它所可能产生的亏损并亲自去进行操作，而其实这个亏损是任何一个成功的交易系统都会有的。

很长一段时间以来我一直认为，交易百分之百是属于心理学的东西，而且这个心理学还包括了头寸调整和系统开发。理由很简单：我们是人类，并不是机器人。为完成任何一种行为，我们必须用大脑进行信息加工。行为对设计和执行一个交易系统来说都是必需的。如果想要复制任何一种行为，必须知道组成这个行为的部分。这就是模拟科学开始兴起的原因。



第 6 章　理解期望收益与成功交易的其他关键因素

当我告诉我的一位客户我将写这本关于期望收益的书时，他的反应是：“哦，算了吧，知道这是干我们这行的一个优势。”然而，我却并不认为期望收益是一个交易上的秘诀。事实上，我认为在一个成功的交易系统中存在着六个必须被包括在内的关键因素。这六个因素中的任何一个都并不像大多数人所说的那样属于“交易秘诀”。在我们具体研究期望收益之前，先来探讨一下对交易商或投资者来说具有如此巨大影响力的六个因素。

6.1 成功投资的六个关键因素

这一章可能是本书中最难理解的一章了，所涉及的资料也很复杂。但如果你想成为一个真正成功的交易商或投资者的话，这些却是极其重要的！为了尽可能地简化这些资料，我选取了在很多不同的时候采用不同比喻的方法来反复地论述它。你只要理解了其中一次，就能够真正地体会到这些因素所能带给你的难以想象的好处。

假设我们依据以下这些因素进行交易或投资：

（1）可靠性，或有多少时间是在挣钱的。比如说，如果你进行了 10 种股票交易并且有 6 种股票挣了钱，那么你的可靠性是 60%。它等于你所盈利的交易数除以总的交易数。有些时候，可靠性也被称作“命中率”。基本上说来，它是你在投资中达到正确的时间百分比。

（2）利润和亏损的相对大小。当以可能的最小水平交易时，比如说，1 股股票或者 1 张期货合约。例如，假如你交易失败，每股亏损了 1 美元，但在成功的交易中每股赚取了 1 美元，那么你的利润和亏损的相对大小是一样的。然而，如果你成功交易股的利润是每股 10 美元，而失败交易股的每股亏损只有 1 美元的话，相对大小就会很不相同：现在是 10 比 1。

通过对比成功和失败交易的平均大小，你就可以对利润和亏损的相对大小有一个比较好的了解。这可以帮你大概理解相对大小的含义。然而，你可能有一个巨大的利润头寸和很多很小的亏损头寸，因此这并不是一种精确的测度。

更精确的测度是考虑把收益作为在交易时所承受的初始风险用的一个乘数。因此，你的收益可能是一个 R 乘数的完整系列。举个例子，比如说你在一次交易中只愿意承受 500 美元的风险，就是说如果你有了 500 美元的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亏损后就会立即离开，以使损失不再变大，那么你的基本风险就是500美元。因此，1000美元的收益就是一个2R乘数。而5000美元的收益就是一个10R乘数。如果由于一些意外，你亏损了1000美元，那么你就有2R的亏损。在这一章的后边部分将会学到更多有关R乘数的内容。

(3) 投资或交易的成本。由于执行成本和佣金等，无论你什么时候进行交易，对你的账户大小来说都是一种破坏性的压力。人们一般在计算平均收益或平均亏损时就已把这些成本包括进去了。然而，留心一下这些成本对你来说有多大也是比较明智的。

(4) 出现交易机会的频率。现在假设前三个因素是固定的，那么它们的组合效应取决于你进行交易的频率。比如说，前三个因素的组合效应是每1美元所冒的风险能使你获利20美分，就是说如果你进行100次交易，每次都冒100美元的风险，最后将总共得到2000美元的利润。但是，现在设想如果进行100次交易需要一天的时间，而你每天可以挣得2000美元，把这个与一个每年只进行100次交易、每年的交易只能挣取2000美元的系统相比较可知，机会因素会引起很大的差别。

(5) 交易或投资资本的规模。前四个因素对你的账户所产生的效应在很大程度上取决于你账户的规模。例如，即使是交易成本也会对一个1000美元的账户产生很大的影响，如果交易成本是100美元，那么在你获得利润前，每次交易都要承受10%的打击。那么为了覆盖这些交易成本，每次交易平均利润就必须超过10%。然而，如果你有一个100万美元的账户，那么同样的11美元交易成本的冲击对你来说就微不足道了。

(6) 头寸调整模型。或者说你一次交易多少单位（比如1股股票相对于1万股股票）。很显然，你每股的盈利或者亏损的金额就要乘上交易的股票数。

中间的交易可能会有不同的风险水平，即不同的R，因此，一项1R亏损对于交易X和交易Y来说可能就是不相同的。你的反应很可能是："既然它在不同的地方有不同的值，那么R概念还有什么用处呢?"这个值是通过头寸大小调整引人的。例如，拿你资产的一个固定百分比去冒险，比如1%，并使每次的1R风险相等。如果你有10万美元，那么你在每个头寸上只会冒1000美元的风险，也就是1%。因此，如果1R在一次交易中只是1美元的活，你就会购买1000股；而如果1R在另一次交易中是10美元时，你就会买100股了。这种情况下，你的1R风险都会是一个常量，代表了你资本的1%。在本书的后边章节里，我们会更加详细地讨论头寸调整。

你愿意只集中讨论这六个因素中的一个吗？或者你认为所有这六个因素都是同样重要的呢？当我以这种方式问这个问题时，你可能会同意这六个因素都是重要的。但是，如果把你所有的精力只集中到这六个因素中的一个，那么将会是哪一个呢？既然说所有因素都是重要的，你可能就会认为这个问题有点幼稚。其实并不是，问这个问题是有一定原因的，那么就把你的答案写在所提供的空白部分。

答案：

我要求你们把注意力集中到一个因素上的原因是因为很多交易商和投资者在他们的日常活动中就是只把注意力集中在这六个因素中的一个上。他们倾向于把注意力集中在正确的需要上。人们被其中的一个因素所困扰而把其他的都排除在外。但是，如果所有这六个组成部分对成功来说都很重要的话，你可能就会开始认识到只把注意力放在怎样才是正确的上是多么的幼稚。

前四个因素是被我称作期望收益这个主题的一部分。它们是本章的主要焦点。后两个因素是我所说的财务管理和头寸调整的部分。本章我们只会简单涉及一下头寸调整，在第12章将会详细讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第13章 结论

如果你理解系统设计的心理基础，那么我就达到了写本书的一个主要目的。关于圣杯的来源已经深入你心了，你必须为自己的行为以及造成的后果承担全部责任。你必须确定自己希望系统做些什么，并且详细地制订目标计划。你必须有一种方法“止损获利”，这就是与离市相关的内容了。离市是开发一个高的正期望收益系统的主要部分。

如果你知道在市场中赚钱的六个关键要素以及它们之间的相对重要性，那么我就达到了写本书的第二个目的。这六个关键要素包括：（1）系统可靠性；（2）风险回报率；（3）交易成本；（4）交易机会频率；（5）净资本规模；（6）头寸调整法则。你应该知道这些因素之间的相对重要性，以及为什么成功的交易并不是要市场是“正确的”或者“处于控制之下”等。

最后，如果你心中对如何开发可以达到你目标的交易系统有了一个比较好的计划，那么我就达到了写本书的第三个目的。你应该知道了一个交易系统的全部组成部分和每个部分所起的作用，如果还没有明白就再看一遍第4章，你应该知道设置、时机选择、保护性止损和获利离市是如何结合起来生成一个高期望收益系统的。你还应该知道机会因素所扮演的关键角色以及它与交易成本之间的关系，并且最重要的是，你应该知道你交易的净资本的规模是多么重要以及它是如何与各种反等价头寸调整法则相关的。

如果你已经达到了这三个主要目的，那么就有了一个非常不错的开头。然而在你的交易过程中还有更多的东西需要学习，这些已经超出了本书的范围。因此，我想在本书的最后一章对其中的某些领域作一个简短的综述。由于涉及的材料太多，我选择了问答的形式来讨论这些内容，这样可以使重点突出。如果有些人已经了解了本书所写的全部内容，他们还需要知道些什么？这个问题涉及的内容看起来非常广泛。

还有大量的领域可以学习。我们只是讨论了交易系统所涉及的内容以及各个组元的相对重要性，但是，我们并没有深入地讨论过数据、软件、测试过程、指令的执行、资产组合的设计以及如何管理其他人的货币等。我们只是接触到了这些领域，但是并没有深入。最重要的是，我们根本没有讨论过交易的全过程以及交易或投资所包含的所有心理因素训练和日常的细节。

很好，那么就让我们一个接一个地来讨论这些专区。读者们可以从哪里得到更多的信息，以及他们需要知道什么样的信息？让我们从数据出发。

数据这个专题涉及的内容是非常广泛的，可以专门写成一本书。首先，你必须知道数据只是用来代表市场，数据并不是真实的市场。第二，数据可能并不真正是它们所看起来的那样。当一般的人都得到了市场数据时，那些数据通常就是大量潜在错误的来源。因此，如果你从两个不同的卖主处得到了数据，并且在完全相同的市场和年份运作完全相同的系统，得到的结果还可以是完全不同的。原因就在于数据之间的差别。显然，它影响你的历史测试和日常交易。

最后基本上可以得出两个结论。首先，这个行业中没有一样东西是完全正确的。其次，你必须找到可靠的卖主并且确信他们是一直可靠的。好的，那么软件怎么样呢？人们对于软件应该考虑什么？

这个消息并不怎么好。大多数软件的设计是针对人们的心理弱点来吸引其兴趣的。多数软件都对结果进行了优化，从而使你认为自己有一个非常好的系统，而其实你可能甚至还没有一个可以获利的系统。这些软件一般都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是在很多年里每次测试一个市场，并不是专业人员的交易方式。但是它会让你得到非常乐观的结果，因为这些结果是对市场作了曲线拟合的。

我建议你们至少要意识到这是大多数软件的通常做法。此外，你需要一些可以帮你把注意力集中在交易或投资中更重要的组元上的软件，比如头寸调整等。在这方面我努力推荐 Athena 软件。在开发这个软件时我也帮了忙，因为我们无法找到其他软件来帮助人们调整头寸以及正确地测试各种头寸调整法则的结果。

那么测试又如何？对于测试人们又需要知道些什么？

测试并不是非常精确的。我们使用了一种非常著名的软件，并且运行了一个简单的程序进入了市场中的一个2天的突破点，然后在1天后离市。这个程序确实非常简单，因为我们只需考虑收集到的在线数据的准确性。然而，我们使用的是一些非常著名而且流行的软件来做数据收集工作并运行这个简单的系统。但是，当该软件实时运行时得到的结果与该软件再次在离市模式中运行它收集的相同的数据时得到的结果却不相同。那是不应该发生的，但它确实发生了。在我看来那很少见。

如果你作为一个完美主义者进入这个交易和投资的世界，就会一而再、再而三地遭受挫败。没有什么是准确无误的，你永远不可能知道真实结果会怎样。相反，交易很像是一种讲求纪律的游戏，跟上市场的大潮流，并且要有能力在该潮流上变现你的资本。能够这么做的人就可以在市场中赚到大钱。

这听起来很悲观，那为什么还要测试呢？

测试之后你才会知道什么是有效的，什么是无效的。你不用相信我告诉你的所有东西，相反，你需要自己去证明哪些内容是正确的。若有些东西看上去非常合理，那么对使用它也就有了信心。你必须要有那种信心，否则就可能在市场中迷失方向。

你也可能不是正确的，但是没有一门科学是绝对正确的。人们习惯于认为物理是正确的，但是我们现在已经知道了测试这个行为本身就会改变观察的本性。不管它是什么，你是其中的一部分。你无法再得到更多帮助了，因为那是现实世界的本性。同时它也再次解释了我的观点，即对圣杯系统的寻找就是内部的寻找。

与测试相关的问题还有哪些？

还有大量关于强度、知道自己的需求和统计方面的问题。这些都已超出了本书的范围，但是在我们的时事通讯中有所涉及。事实上，我们会定期引导人们走一遍如何围绕特定的理念设计系统的过程。

很好，那就让我们来谈一下指令的执行。

指令的执行从交流方面来说是非常重要的。你必须有一个知道你的需求是什么和想要实现什么目标的经纪人。若你们之间可以交流，你就可以在自己所做各方面得到帮助。

那么这又意味着什么呢？

首先，你必须彻底了解自己的系统。你必须清楚自己的理念，然后把自己的想法转达给交易厅里的经纪人，告诉他你对他的期望。例如，如果你是一个走势跟踪者，并且交易的是突破点，那么就希望能交易真正的突破点，把这个想法转达给你的经纪人。你会发现有一定判断能力的人会执行你的指令。如果市场真的是在波动，你的指令就会被执行。但是如果有些交易商只是在测试一些新高，那么你就不用期望指令会被执行了，因为市场不会有任何趋势的终结。如果你把这个想法转达给经纪人，你所能得到的服务只是让你进入你想进入的那种市场。但是如果你不把自己所想的东西转达给经纪人，那么也就得不到那种服务了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

你的经纪人也需要知道你对指令的执行将会支付多少。我刚才所说的只对那些长期走势跟踪者有用，对于短期交易商来说情况就比较糟糕了。短期交易商需要的是以最小成本和最小延迟来使其指令得到很好的执行。然而，除非你把此意转达给经纪人，否则就永远不可能使成本最小。

资产组合测试和多个系统又怎么样呢?

这又是一个可以专门写成一本书的、有潜力的论题。但是考虑一下我们在本书中讨论过的机会因素，当你在市场中交易资产组合时有一个可以开发更大交易的机会，这表示你有获得大交易的机会，可能一年几次。它意味着你可能一个季度都不会亏损甚至是一个月也不会亏损。

多重系统也给了你同样的优点，也就是有更多的机会。多重系统之间如果是不相关联的话就更好了，它表示你总是可以有些盈利的交易，下跌或者亏损将下再存在。如果这些真的发生的话，你就可能在一次巨大的盈利交易来临之前有更多的资本基础进行头寸调整了。

我想，知道这些准则的人都能够很容易地在市场中每年赚到 50%。我的顶级交易商项目中有很多人做得比这时的多，以后我们还将进一步证明这一点。然而，这一切的关键是要有足够的资金，如果你的雪墙太小的话，第一个大黑雪球冲过来就能把它冲垮，并且这种情况不管你的系统有多好或者你的准备有多充足都有可能发生。

好的，那么现在请你谈一下有关训练和交易过程。这是我第一次模拟这个领域的内容。如果你知道这个领域的内容，就真正拥有了一次成功的机会。但是如果你还不知道，那么成功的机会就相对小一点了。我首先是通过向很多成功的交易商们询问他们的所作所为开始了对好的交易的寻找过程。我的假定是，共同的回答就是成功的“真正”秘密。

大多数交易商都会告诉我一些他们自己的交易方法。采访了 50 个交易商之后，我就有了 50 种不同的方法。因此我得出结论，方法对交易的成功来说并下是很重要。这些交易商们都有低风险的观点，但是却存在着大量不同类型的低风险观点，并且这也只是其中的一个关键。现在我想从高的正期望收益方面下手来表达我的意思，同时还有大量的机会以及理解如何在长期使用头寸调整去实现该期望收益。然而，这么做需要大量的训练，于是我开发了一个完整的顶级业绩交易课程，该课程和本书之间内容的重叠很少。

给我们一个大纲吧，人们如何遵循规律以期在交易中更加训练有素?

·好的，第一步是要有一个交易计划并对它进行测试。从本书所包含的内容来说，你应该已经知道大部分计划如何实现。你的基本目标是培养信心以及对自己交易理念的透彻理解。

·第二步就是应该对发生在自己身上的所有事情承担责任。即使是有人带着你的钱逃跑了或者经纪人偷了你的钱，也假定是你在一定程度上与该情形的发生有关。我知道这听起来有点夸张，但是如果你这么做的话，就可以在事情发生时摆正自己的位置。当你停止一而再、再而三地犯相同的错误时，就有了成功的机会。

·第三步，发现自己的弱点并设法克服它们。我有几个指导老师，是他们帮助我成为了一个商人。此外，在我的顶级交易商项目中，我也担当了很多人的指导老师。该项目的关键就是帮你发现自己的弱点然后去克服它们。把发生在你身上的事情写成日记，注意共同的情感模式，并假定他们是你。

·第四步是做一些全面的计划。对你生意中可能发生的任何意外都列一个表，并且确定你将如何对它们做出反应。对于你能想到的任何可能的意外都设想出一些行动方案。对之进行演练直到它们成为习惯。这是成功的关键一步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

·第五步，在日常行为的基础上分析自己。你是交易和投资中的最重要因素，这么听起来是不是应该花些时间分析一下你自己？你觉得如何？你的生命中正在发生些什么变化？你越意识到这些问题，它们就越不能在你的生命中起控制作用。

·第六步应该是在每日开始时确定交易中可能发生的错误。你对此的反应是什么？在心理上演练各种可能的情况直到你能够把握它们。每个运动员都会进行大量的心理训练，这些对你来说也同样重要。

·第七步，在每日的收盘时做一个简短的小结。问自己几个简单的问题：我有没有遵循自己的规则？如果答案是肯定的，那么就拍拍自己的后脑勺。但是，如果你遵循了自己的法则但还是亏了钱，就再拍拍自己的后脑勺。如果答案是否定，那么你就必须确定为什么会这样！如果将来处于类似的情形又会如何？当你发现该类似情形时，就必须反复地从心理上演练该情形，以确信自己知道以后该如何适当地做出反应。

以上这七步对任何交易来说都会产生巨大的影响。

你认为交易商或投资者可以用来提高其业绩的最重要的东西可能是什么？

这是一个很简单的问题，但是解决方案却不简单。对发生在自己身上的所有事情必须担全部责任，包括你的生命中和市场中的任何事情。

让我举一个我们在研讨会上做过的弹球游戏的例子。假定有个听众有 10000 美元的净资本，并且他可以把其净资本的任何一个数目赌在每一只抓出的弹球上（该弹球会被重置）。再假定 40％的弹球会输，并且其中的一只会输 5 次（即这是一个 5R 的乘数）。该游戏进行了 100 局，因此可能发生一连串的大亏损。在这 100 局中，我们可能在某时候一连串碰上 6 或 7 次亏损，甚至该一连串的亏损还可能包括了 5：1 的亏损。

当某个人抓出了一只亏损的弹球时，我要求他继续抓直到最后抓出盈利的弹球。这意味着他会抓出所有的一长串亏损交易。在该游戏结束时，一般都有一半的听众已经亏掉他们的钱，并且他们中很多都已破产。当我问他们：“你们中有多少人认为那个人（就是抓出了一连串亏损弹球的人）对你们的亏损有责任？”他们中有很多人都举起了手。如果他们真的相信这个，就说明他们并没有从这个游戏中学到任何东西。他们破产的原因是由于没有很好地进行货币管理，但是他们更愿意去责备其他人或者其他事情，比如抓出了亏损弹球的那个人。

最精明的交易商和投资者是那些很早就知道了这些教训的人，他们总是在观察自己以纠正错误。这表示他们最终可以把那些阻碍他们赚大钱的心理问题都清除出去。从而，他们也会继续从错误中获利。

因此，我给任何人的第一个建议就是把你自己作为生命中发生的任何事情的根源。什么是共同的模式，你如何把牢它们？若你能这么做，成功的机会就会大大增加。

很好，还有什么需要补充吗？我很高兴对信念补充几句，因为我觉得它们很重要。首先，你不能交易市场，你只能交易自己对市场的信念。因此，对你来说，准确地确定这些信念是什么很重要。

其次，当然那些与市场毫不相干的关键信念仍然会决定你在市场中的成功与否。这些就是你自己的信念。你认为自己可以做些什么？交易或者成功对你来说很重要吗？你认为自己应有多成功？对自己的薄弱信念会削弱一个原本很不错的系统的交易结果……

最后，我建议你们把本书读上四五遍。我的经验是，人们根据他们相信的系统过滤掉一些东西。你可能忽略很多内容，第二遍读此书可能会替你检起一些新的“宝石”。而多次读此书则会使其成为你的习惯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《泥鸽靶》

【美国】弗兰克·帕特诺伊（1967~ ）

那是1993年的夏天，早在任何重大的衍生产品亏损之前。然而，第一波士顿已经预见到这些衍生产品会带来麻烦，并且预见到了法律诉讼。公司为什么要这么做呢？我很快就发现，第一波士顿的管理层如果没有其他本领的话，起码在保护他们自己上面很精明，非常精明。而数十亿美元的衍生产品亏损在世界各地曝光之后，事实证明他们有先见之明。

从经纪人的角度来看，他卖的就像会爆炸的福特野马车。经纪人只关心完成销售，他才不在乎以后可能造成的损失。所有的衍生产品经纪都知道，终有一天，他们的某些交易会发生爆炸，而他们的一些客户那时会置身于烈焰之中。如果损失变成严重的丑闻，你总可以选择辞职。如果你有销售危险的利润率很高的衍生产品的名声，再找一份工作是轻而易举的事。

从公司的角度来看，重要的是事先从这些交易中赚到尽可能多的钱。拿到巨额佣金，埋下定时炸弹，然后走开。自然，爆炸之后受害者会起诉，但是只要公司已经赚到了足够多的钱，又可以充分地在诉讼中保卫自己，一切都没有问题。我从免责条款中得到的重要信息就是：从销售衍生产品中获利的方法就是摧毁你的客户。

——引自《泥鸽靶》



金融产品在世界各国从来都是一个非常专业性的概念，再加上凡是在金融领域工作的人个个都是高薪阶层，这使普通老百姓对金融产品既好奇又陌生。弗兰克·帕特诺伊，在美国金融界、政界可谓无人不知无人不晓，这个名字使神秘的华尔街变成一个连普通老百姓也能明白的行业。

弗兰克·帕特诺伊曾经是国际顶级投资银行的衍生产品经纪，作为《泥鸽靶》一书的作者，他以一个内部人的身份揭露了金融衍生品这种复杂的金融工具及其玩家的种种鲜为人知的真相。所以，有人说：“《泥鸽靶》是一本股票经纪和基金经理不希望你看到的书，却是一本你不能不看的书。”

《泥鸽靶》不是一本主流的书，它更像是一本“黑幕”类的书，目标直指世界顶级的投资银行，文笔也是举重若轻的漫画式写法，但它绝对是一本具有现实意义的书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

书中内容主要涉及金融创新和金融监管两个主要方面，都是我国金融市场目前面对的重要问题，因此金融市场的各类参与者都可以借鉴本书的内容。

《泥鸽靶》是第一本关于金融衍生产品的书，内容深入浅出，具有极强的可读性。作者汇集了他在金融和法律方面的专业知识，对华尔街弱肉强食的高等金融活动进行了生动的描写和尖锐的抨击，所有投资者都应先睹为快。就像《股票作手回忆录》代表了 20 世纪 20 年代的美国金融市场，《泥鸽靶》是 20 世纪 90 年代美国金融市场的代表，是一部不可多得的经典之作。





20 世纪 90 年代初，在美国出现了一种新的金融产品，被统称为金融衍生产品，是华尔街有史以来最危险也是最暴利的发明，其直接导致了无数震惊世界的重大金融事件，受害者遍布各地。《泥鸽靶》以金融衍生产品为主线，内容几乎涵盖了 20 世纪 90 年代国际金融市场上的全部重要事件：墨西哥比索贬值、拉美金融危机、美国衍生产品丑闻、巴林银行破产、日本金融改革和亚洲金融风暴，以及国际金融服务业的若干重大收购兼并案等。

为了磨炼杀手的本能，弗兰克·帕特诺伊在摩根史丹利和同事组织一年一度的射击比赛——固定收益部年度泥鸽靶射击赛。1994 年，第一笔巨额衍生产品亏损爆发的同时，帕特诺伊参加了摩根史丹利的固定收益部年度泥鸽靶射击赛。那次集会上的呐喊会令所有的投资者心悸：“我闻到了血腥味，让我们去杀吧！”《泥鸽靶》一书讲述的就是他们的行动。在这些久经训练的衍生产品经纪面前，买家全身而退的机会并不比泥鸽靶高。

在书里，弗兰克·帕特诺伊讲述了华尔街是如何通过诡计和欺骗在衍生产品上赚取巨额利润的。即使在今天，了解衍生产品仍然面临着弗兰克·帕特诺伊在 1994 年 2 月所遇到的困难：只有少数衍生产品经纪知道这些产品是如何运作的，这是一个严守的秘密，而这些少数的精英分子没有任何理由要跟其他人分享这价值万金的秘密。至于最有价值的那些，就算知情者的同事也不会知道。即使是作为第一波士顿的衍生产品经纪，弗兰克·帕特诺伊也很难了解到华尔街利润最丰厚的衍生产品交易的细节。可想而知，对于财经记者和监管者来说，了解内幕是多么困难。

这本书自发表伊始，就在国际金融界引起了相当大的震动。作者弗兰克·帕特诺伊公开了他的雇主——著名的金融公司所从事的一系列令人震惊的、损害客户利益的交易内幕，是一次关于金融投资业秘密的大揭底。因此，该书在金融界内引起了不小的关注，据称这是在世界范围内被股票经纪人和基金经理围追堵截的一本书，因为他们不希望更多的人，尤其是他们的客户看到这本书。该书是一个“内部人”的成长记录，是一本关于 20 世纪 90 年代弱肉强食的高等金融活动的令人叹为观止的教科书，它记录了一个初出茅庐的摩根史丹利经纪人从满怀热情学习游戏规则到惊心动魄于其本质的嗜血并最终脱离的全过程。

虽然《泥鸽靶》一书揭示的是美国华尔街的金融内幕，说的也主要是金融衍生产品的事，但金融衍生产品大批涌入中国是迟早的事。所以，对于投资银行，可以借鉴国际顶级公司从客户或市场需要出发的业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

务方法和创新精神，实现产品和服务的升级，通过衍生产品解决我国金融改革中遇到的问题；而监管机构可以了解海外金融机构规避监管的手段，借鉴监管者与被监管者对弈的得失，从而避免前车之鉴，使政策更加行之有效；至于投资者，可以了解“高等金融的全部真相”，避免在和海外精英投资银行的交易中因为处于信息劣势而遭受损失。

衍生金融工具是一把“双刃剑”，一些衍生金融工具本来是为了风险管理的需要而产生的，如果很好地使用，可以发挥风险管理的作用；但是，如果这些衍生金融工具不能被恰当地运用，它本身则可能酿成更大的风险。《泥鸽靶》一书恰好为我们提供了一些从更多角度了解衍生金融工具的素材，也为我们提供了一些可资借鉴的经验。该书看似属于金融专业性很强的书，可作者是在用深入浅出的方式讲述金融故事，比如通过他自己的亲身经历描绘了操纵财富的巨头们的生活，展示的是鲜为人知的财富游戏规则，而相信这些内容不仅会引起行业内的关注，也同样能唤起对金融领域感兴趣的普通读者的期待。



从《泥鸽靶》看金融监管



摆在我们面前的这本《泥鸽靶》在国外是一本畅销书，也是一本有争议的书。

由于是局外人，我既无法也无意评判书中每件事的是非曲直，但书中所涉及的两个问题，即金融服务行业及其从业人员的职业道德问题和金融衍生产品问题，我倒认为应该给以充分的关注。

中国资本市场自建立以来，一直面临着要正确处理推动发展与防范风险之间的关系这一问题。创新是大力发展资本市场的动力，正确处理好创新与监管的关系尤其重要，没有创新就没有发展；没有发展，监管就失去了意义。而保护投资者，特别是公众投资者的合法权益是证券市场监管的主线。在这个意义上，《泥鸽靶》的内容有值得我们深思的地方。

金融服务行业（特别是证券行业）及其从业人员的职业道德问题是一个普遍性问题，并不局限于哪一个国家、地区、公司的从业人员。事实上，在中国的证券行业中，违反职业道德、损害投资者特别是中小投资者利益的问题也时有发生。虽然这些问题都是个案性质，对整个市场的影响不大，但其危害性不可忽视。要解决这个问题，除行业自律外，加强监管是最重要的。而且监管内容、方法、手段还要随着证券市场发展和金融工具的增加，不断地发展和深化。为此，我们的监管部门不但要在实践中不断总结提高，还要不断地借鉴国外同行的做法，从国外监管成功的和不成功的案例中汲取经验和教训，结合中国的实际情况，形成自己的办法。只有这样，才能使监管水平不断提高，达到维护证券市场健康发展，广大投资者利益得到切实保障的目的。

金融衍生产品是一个复杂的问题。从原理上，它首先应该是规避风险的工具，但在实践中，取得的效果却往往适得其反，而且越是设计得精妙复杂的产品，其破坏力往往越大。是产品本身固有的问题？还是使用不当的问题？国际上存在着两种截然不同的评价。由市场发展程度所决定，目前中国尚未出现书中所谈到的那些金融衍生产品，但现在没有不等于将来没有，随着市场的不断发展，新的需求会不断涌现，金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

融衍生产品在中国的出现，也可能只是时间问题。毕竟金融创新是必然的趋势。中国需要什么样的金融衍生品？如何有效进行监管？怎样才能做到既能利用它的杠杆作用，最大限度地调动金融资源，同时又能有效控制风险，以避免墨西哥、拉丁美洲、亚洲金融风暴那样的危机在中国重演？这些都是下一步我们可能面临的问题。

为了解答好这些问题，为今后中国证券市场的发展做出准备，我们应该不断开阔视野，及时跟踪和了解国外金融创新的最新发展。作为第一部深入浅出介绍金融衍生产品的书籍，《泥鸽靶》至少是从一个侧面使我们达到了这个目的。即使仅从这个意义来说，这本书也是非常值得一读的。（刘鸿儒）



金融衍生产品方面的专家



弗兰克·帕特诺伊 1989 年从堪萨斯大学毕业，获数学学士和经济学硕士学位，1992 年获耶鲁大学法学博士学位，1997 年后至今任圣迭戈大学法学院的教授，研究和教学的内容包括金融市场的扭曲与规制，构建金融体系等问题。在此之前，曾在华尔街做金融产品和金融工具的创新和销售工作，从事过投资银行、衍生产品经纪、公司和证券律师等多种职业。帕特诺伊目前居住在圣迭戈。

弗兰克·帕特诺伊是证券市场监管和金融衍生产品方面的专家，曾在安然公司破产后作为专家证人在美国参议院立法委员会作证。他的经历多少带有漫画色彩，他刚出道时曾去信孚银行应聘。面试官是位衍生品交易员，不看简历、也无寒暄，单刀直入地问弗兰克愿不愿意做一笔价值 10 亿的国债期货组合。弗兰克飞快地计算了一下，表示接受。交易员摘掉眼镜，用手指了指门口：“祝贺你，你刚刚赔掉了 10 亿美元。”弗兰克目瞪口呆，跌跌撞撞地走了出去。那是 1992 年，金融衍生品已经大行其道。由于它的复杂性，金融监管机构未充分了解其副作用，至今难以对其进行有效监管。此后美国奥兰治县的罗伯特·西特伦真金白银地赔了 10 亿美元，英国巴林银行的里森赔了 10 亿美元，大和银行的井口俊英赔了 10 亿美元，住友银行的滨中康雄赔了 20 亿美元……导致了墨西哥货币危机和 1994 年的美国金融危机，余波直至安然事件。

弗兰克·帕特诺伊著述颇丰，他的《泥鸽靶》一书中不乏不可思议的人物，但是他揭露的黑幕应当引起所有投资者的恐惧和警觉，不论你持有的是股票、投资基金，甚至保险产品。金融衍生产品的世界充满了狂野的火箭科学家，他们游说毫无防备的受害者购买衍生产品（其价值与其他证券相关或衍生于其他证券）。这些经纪人经常笑称他们创造发明是大规模杀伤性武器，此言非虚，现实中也确实经常有客户被轰上西天或是撕破脸的事发生。现实生活中的衍生产品灾难涉及了奥兰治县、巴林银行、宝洁以及更多的公司。帕特诺伊在本书中还首次披露了华尔街历史上佣金最高的代号叫 MX 的交易。

弗兰克·帕特诺伊的另一本书《贪婪传染病：谎言和风险如何腐蚀了金融市场》，也因痛骂衣冠楚楚的华尔街而知名。因其在教学和著书方面的杰出贡献，弗兰克·帕特诺伊在 1999 年获得唐纳斯奖，2004 年又被授予“赫兹格荣誉学者”的称号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三章

原著精选 YUANZHUJINGXUAN

虽然摩根史丹利拥有“PERLS”的商标使用权，很多别的银行还是在不同种类的结构性票据中抄袭了这一基本原理。实际上，很早以前，早在第一波士顿的时候我就第一次见到过类似PERLS的衍生产品。那是我职业生涯的初期，我以为我自己是个好赌的人，而那些每天在不同的赌博上投注几千美元的第一波士顿经理们是超级赌徒。我发现在结构性票据市场这个大赌局中有一群表面看来不太可能的赌徒，和他们相比，我们的赌注是小巫见大巫。这一发现令我震惊。

那时我正坐在第一波士顿的“非美元交易”组，就在外汇交易组的旁边。非美元组的名字很贴切，这里的经纪销售面值以英镑、法郎、日元、马克——除美元外的任何货币——标价的债券。其中很多是通过第一波士顿发行的。楼上的投资银行家擅长游说公司和政府发行以外币标价的债券，这个小组销售所有这些债券，除了一个明显的例外。非美元组不销售非美元“废物”——那是留给“新兴市场”的。

我在和一个经纪讨论他那笔正在进行的泰国交易。这是一笔诱人的交易，它的名字令人垂涎——“泰铢联结结构性票据”。这笔交易是经纪人的美餐，不过对于客户却可能是毒药。它需付巨额销售佣金，风险大得不可思议。非美元组和新兴市场组为它的销售权进行了争夺——争论的理由是这笔交易既是非美元的又是新兴市场的。我们组争辩说泰国应该属于新兴市场，和多数欧洲国家相比，泰国和其他亚洲“小虎”国家的信用级别实际上很高。我们输了。现在我正在侦察，坐在海外组的位子上探究这种海外衍生产品。

如果正常的泰国债券风险太低、不够新兴的话，这一种肯定是够了。这笔交易显然和泰国的货币——泰铢有关。虽然看起来像债券，它却不是泰国政府或公司发行的。我记得听到一个经纪说发行人是个美国政府机构。我没听错吗？这个国家对美国最大的影响是它的烹饪，美国政府机构在这个遥远的贫穷国家有什么利益呢?

我不时拿问题来纠缠这个经纪，最后，他扔过来一叠纸，里面包括一份这笔交易的说明文件。这是笔复杂的衍生产品交易，所以文件挺长，有十几页纸。我相信它会把交易解释清楚。

这份文件是我第一次近距离看到真正的衍生产品。我急切地浏览着，好像它会在我手里爆炸一样。如果你是考虑购买衍生产品的客户，这就是你所能看到的文件。它首先给出了概述泰国经济背景的材料，而后包括了一些精美的图表描绘泰国的经济增长、通货膨胀和外汇储备。文件的标题写着“第一波士顿结构性票据”，下面用更显著的字体写着“一年期泰铢一篮子联结票据”。这是一份给人深刻印象的文件，最后是“条款页”，两张纸列出了这笔交易的指导条款。

我注意到文件的每一页上边都清楚地印着“仅供内部使用”，还有“保密材料”的字样。我记得听到过一个经纪叫他的助理把这份文件传真给所有的客户。

我不明白，他把仅供内部使用的保密文件散发出去，这样做合适吗?

我继续读下去。在每一页的底部，都有几乎无法辨认的细小字体，由难于理解的法律词汇构成的冗长的免责条款。就我对这些语言的理解，它灌输给读者两条苦涩的警告：第一，文件里的所有信息都可能是错误的，而且不应作为决策依据；第二，第一波士顿可能和交易的一方有些秘密的关系，所以如果你买这种票据的话，可能会被欺诈。

这份文件为什么需要这么广泛的免责条款呢？这好像有点儿奇怪。一方面，这是保密的内部文件；另一方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

面，只有在这份文件被分发到公司之外的情况下，免责条款才适用。这是怎么回事呢?

我第一次发现了交易厅和法律部之间暧昧的紧密关系。这种密切关系使投资银行可以玩弄一个巧妙而且赚钱的把戏：就算事先知道部分客户会在交易中蒙受损失并起诉，公司还是能够通过“撕掉”客户的“脸”来赚钱。在这方面，免责条款就起到了在诉讼中保护公司的关键作用。

设想一下你是第一波士顿的律师，你知道经纪会把带有第一波士顿名字的文件发给客户。你会怎么做呢？一个办法就是在这些文件上贴满保护性标注和免责条款，越多越好，越广越好。如此一来，当买了这些产品后蒙受损失的客户起诉第一波士顿时，你可以有很多辩护词：这些销售材料显然不是给客户准备的，所以不足为凭；再说，它们包含了充分的免责条款；再或者，部分由于免责条款，这些衍生产品的销售不受美国证券法的保护。



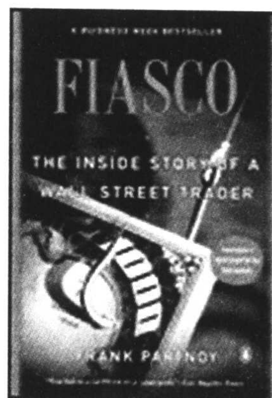
第五章

在衍生产品的世界里，1994 年 4 月 12 日将成为永远的耻辱日。第一起重大的衍生产品亏损案就是在那一天被公之于众的。

衍生产品部的经纪人仍旧在为近期的好运气沾沾自喜，所以起初我们几乎没有注意到事件的发生。

第一则公告来自美国第三大贺卡制造商——辛辛那提的吉布森贺卡公司，它公告了 2000 万美元的亏损，原因是一笔和信孚银行之间的未经授权的利率掉期交易。一个月之前，吉布森公司就已经低调地披露了 300 万美元的亏损，并且暗示还会有更多的坏消息。

吉布森的亏损冲击了整个金融界。吉布森公司的首席财务官威廉·弗莱厄蒂曾试图推卸责任，声称“我们认为这是个非运营问题，所以不会进一步评论”。但是股票市场并不以为然，吉布森的股价 4 月 12 日当天的跌幅超过了 8%。吉布森的律师称正在调查这笔掉期交易，不过结果无可奉告。吉布森的董事之一，安东尼·文莱特，公开宣称这是一笔“非法的”交易；首席执行官本杰明·索泰尔则在公告中明确表示：“我们一直信赖信孚银行的专业意见，因此在何种情况下都不应被置于此种境地。目前，我们在考虑采取法律行动。”有传言说吉布森打算起诉信孚银行。



《泥鸽靶》
英文版封面

信孚银行则发布了一条简短的声明，指出它和吉布森的交易是“合法而且正当的”。令人吃惊的是，小小的吉布森公司进行掉期交易的历史却似乎不短。公司 1993 年的年报显示，那时的掉期交易额已经达到了 9600 万美元，比 1992 年的 6700 万美元增长了近 50%。不过，吉布森进行掉期交易并不像它制造贺卡那样内行，所以其交易的结果也乏善可陈。1993 年，它损失了 100 万美元。

事态的发展显示，1994 年初，吉布森公司又从信孚银行购买了两笔掉期交易，正是这两笔交易造成了后来的损失。在一笔交易中，吉布森错误地预测，伦敦同业银行贷款利率不会上升到 39%以上。每超过一个基本点（千分之一），吉布森就会损失 72000 美元。在另一笔交易中，吉布森又一次错误地预测，2005 年到期的国库券和类似期限的掉期之间的利差不会收窄。如果利差收窄到 335 个基本点以下，以 20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

个点的利差为上限，每个基本点会使吉布森损失746000美元。信孚银行估计吉布森公司的亏损为1970万美元，吉布森公司则称其在掉期交易上的最高潜在亏损达2760万美元。没有人提到这些掉期交易的目的何在，也没有人解释任何一笔交易与制造贺卡有何种可能的关系。

第二起衍生产品亏损也是在同一天——1994年4月12日宣布的。宝洁公司——一个有着157年历史的家居用品制造商，公告了两笔失败的利率掉期交易造成的1.02亿美元亏损，交易的另一方也是信孚银行。宝洁公司的亏损是美国实业公司在衍生产品上有史以来最大的亏损。董事长爱德文·阿兹特承认："这样的衍生产品是危险的，我们吃了大苦头。我们不会让此类事件重演。"宝洁也暗示要起诉信孚银行。在一次电话会议中，宝洁公司的首席财务官艾瑞克·尼尔森告诉证券分析师，这些掉期交易的复杂性违反了宝洁的衍生产品政策。他强调公司的政策要求"最基本形式的掉期"，"我们的组合里没有其他类似的掉期合同，而且以后也不会再有"。外界并不清楚宝洁公司内部是否应有具体的某个人对亏损负责。公司财务官雷蒙·梅恩斯原本是衍生产品主管，后来被不事声张地调离财务部，从事"特殊任务"。

信孚银行又发布了另一条简短的声明，这次则称宝洁高层始终了解掉期交易的情况，而且当利率开始上升时，信孚银行曾经"强烈而明确地"敦促宝洁平仓，但是宝洁的官员拒绝了他们的建议。信孚银行很难为自己辩护，这家银行就是以销售最复杂的衍生产品而闻名遐迩。我是通过痛苦的方式了解到这一点的，若干年前我在信孚银行面试时曾经赔掉了十亿美元。信孚是最早销售不同寻常的期权和掉期的银行之一，发明了很多复杂的杠杆衍生产品。早在十多年前，信孚银行已经明白它无法和更大的银行争夺个人客户，所以干脆关闭了一些分行，转而专攻证券交易和向大公司提供财务顾问服务。通过向宝洁之类的客户销售衍生产品，信孚银行获利匪浅，它的财富使它成为了监管者和蒙受了损失的客户的众矢之的。宝洁公司的亏损披露后，信孚银行发表了一条敷衍了事的声明，说造成亏损的掉期只是宝洁公司所有交易中的一小部分。

和吉布森贺卡公司一样，宝洁从事衍生产品交易也有很长时间了，只不过数额要大得多。宝洁公司1993年的年报披露，截止1993年6月30日，公司的表外衍生产品合约面值高达24.1亿美元，大大高于上一年的14.3亿美元。事实上，到了1994年，宝洁的衍生产品交易规模已经变得如此庞大，以至于在购买宝洁股票时，你实际是预期美国和德国的利率会下降更甚于预期清洁液的销量会上升。宝洁的股东要承担这些交易的代价。尽管4月12日这天有对宝洁股价利好的消息——除去衍生产品亏损的季度赢利增加了15美分，但股市惩罚了宝洁的衍生产品亏损，股价收低。

摩根史丹利有一个经纪是最近才从别的银行跳槽过来的，他说他曾经销售过新奇的衍生产品给宝洁公司，因此赚了几百万美元的佣金。其中的一笔——他宣称——叫做"定期掉期收益曲线平坦化交易"，不管这到底是什么，佣金却高达250万美元。他不相信宝洁所说的公司不了解衍生产品，其他经纪也是如此。比德亚特·森说宝洁的情况就像"一个男人和另一个男扮女装的人约会，上床后才抱怨他的约会对象是个男人"。他把宝洁公司叫做"他妈的白痴"，还建议我们卖空它的股票。

这两则公告立即引起了其他公司的反响。4月14日，杜邦公司的财务官向公司管理层保证杜邦的衍生产品政策并非是以牟利为目的。高露洁－棕榄公司发表声明，称它有"严格的政策，目的是降低金融风险，而不是交易金融工具获利"。斯高特纸业公司的首席财务官贝斯尔·安德森则说宝洁公司可能"亵渎了衍生产品的正当用途"，而斯高特纸业公司利用电脑系统"时刻监视整个组合"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其他一些公司也被指责为过多地介入了衍生产品。麦克唐纳公司的分析师戴维·加里蒂甚至说三大汽车公司下属的财务公司使它们"几乎成了伪装成生产商的银行"。克莱斯勒公司下属的克莱斯勒财务公司进行了15亿美元的利率掉期交易和5.35亿美元的货币掉期交易，母公司克莱斯勒还有另外10亿美元的仓位。就连固特异轮胎橡胶公司也有5亿美元的衍生产品组合。我奇怪还有谁没有衍生产品。



第七章

阿根廷前政治领袖胡安·多明戈·贝隆的夫人，人称"艾维塔"的玛丽亚·艾娃·杜瓦蒂·贝隆，悲剧般地死于1952年，享年32岁。整整40年后，阿根廷政府发行了有史以来最丑陋的债券。如果艾维塔活着的时候看到了这种债券，哪怕只有一眼，后果不但会冒犯她有口皆碑的文化品位，甚至可能害死她。

这笔规模庞大的55亿美元债券被称为BOCONs，是阿根廷中央银行在1992年9月1日发行的。这次债券发行是阿根廷共和国根据立法要求制定的债务重整计划的一部分，中央政府需要集中分散在地方政府、供应商、退休者、养老金领取者以及法律诉讼中的债务。新债券发行了若干个系列，其中之一叫做BOCON Pre4s，是最丑陋的一种。

BOCON Pre4s的丑陋有几个原因。首先，在发行后的最初六年里，它们不支付任何利息。对于阿根廷央行来说不付利息是件大好事，但是对于退休者和养老金领取者来说就不同了，他们很可能每个月都指望利息收入过活。很少人愿意持有不付利息的债券，除非发债人的信用非常好，而阿根廷政府显然不是这样的人。再者，这种债券的本金每个月都根据若干种利率的复杂均值而增加。结果，每个月你都不知道实际拥有多少债券。开始时你可能有100美元的Pre4s，但下一个月你可能有100.43美元，再下一个月是100.79美元。光是记录实际拥有的债券数就是个噩梦。更有甚者，等你终于开始拿到利息，已经上升了六年的本金却掉头下降了。本金的偿付通过48次分期付款完成，利息的支付则根据当时的本金数，因此也是下降的，两者的形势同样无法预期。至少，你知道最初的六年没有利息，此后的48次分期付款却是个未知数。六年后的利率是每个月2.08%，直到第47个月，但是本金是多少并不确定；第48个月的利率是2.24%。每个月的实收利息根据复杂的公式和剩余的本金浮动。这够复杂费解的了吧？艾维塔肯定不会为此高兴的。

BOCON Pre4s的投资者几乎无法确定债券的价值，所以他们痛恨这种债券。除此之外，投资者还要担心六年后阿根廷政府改变主意，决定不给这种债券支付任何利息。这种可能性是真实存在的。很多投资者都认为拒不付款是BOCON Pre4s的重大风险，因而这种债券的信用评级很低。Pre4s还有其他令人讨厌的特质：利息的税收不确定（如果有利息的话），央行可以在任何时间赎回债券，却不给投资者任何补偿。Pre4s只有一个好处——它是以美元为计值货币的。但是这似乎起不了多大的作用，因为阿根廷最近将阿根廷比索按1∶1的汇率钉住了美元。

当我的上司指示我寻找阿根廷衍生产品时，Pre4s并不是首选。虽然如此，年底越来越近，我们需要最后一击，确保分奖金的时候能够理直气壮地说我们为公司赚了很多钱。我们仍然在寻找衍生产品部的"年度交易"。我们已经试过了墨西哥、巴西和菲律宾，现在轮到阿根廷了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们的第一击是屡试不爽的 PLUS 票据方案，把墨西哥债券换成阿根廷债券。我们试过用比 Pre4s 强得多的 FRBs 债券，把它装进 RAVs，然后卖给美国投资者。但是我们没能为这种票据拿到好的信用评级，因而无法将其出售给很多大买家。那些极具进攻性的私人客户服务经纪试图找些有钱的个人客户，可他们也失败了。

接下来，我们尝试了阿根廷布拉迪债券，也比 Pre4s 强多了。我们提供将各种风险剥离的衍生产品，把布拉迪债券分拆成三部分：短期利息收入、长期利息收入和本金偿付。我们把不同的部分卖给不同的投资者，其中也包括阿根廷政府，协助它的债务重整策略。然而，投资者拒绝了这笔交易。尽管我们设法安排了和阿根廷政府官员会面，结果却是灾难性的。高级政府官员甚至连面都没露，低级官员迟到了几个小时，而且当场拒绝了我们的提议。我们气极了。你能想象吗？阿根廷共和国看不起摩根史丹利？

我们的第三个设想是个更为彻底的提议，用美国十年前的方法重建整个阿根廷住房按揭体系。其中最迫切的需求似乎来自阿根廷按揭银行，它需要融资 4000 万美元来购买住房按揭贷款，以便最终用美国的方法把所有按揭贷款纳入资产项。阿根廷按揭银行的很多按揭都是不良贷款，特别是作为政治好处的低息贷款更是如此。阿根廷新任命的经济部长，多明戈·卡瓦罗，也要求阿根廷按揭银行清理资产。我们花了几个星期制作计划，还请了一家阿根廷银行帮我们提交方案，但是这份方案也被阿根廷共和国否决了。一个政府官员的答复是“僧多粥少”。

但是三次失败不足以使我们放弃，衍生产品部不懈地在阿根廷寻找机会。有个客户说高盛公司刚刚在阿根廷完成了一笔衍生产品大交易，我们的经纪很快找到了高盛交易的招股书。看来高盛用的是 BOCONs，用衍生产品将其简化，然后把新的混合体卖给美国投资者。他们使购买 BOCONs 变得轻而易举，所以美国投资者买了 1 亿多美元的债券。我们估计高盛赚了好几百万美元。



第八章

他们是奇怪的组合，一个因循守旧，一个粗野无礼，几乎就像尼尔·西蒙笔下的《天生冤家》一样不可思议。70 岁的这个 40 年来一直与同一个太太共同生活，20 年来一直做着同一份工作，而且一辈子一直住在同一个地方——加州奥兰治县；54 岁的这个刚离了婚又结了婚，频繁转换工作，更频繁地搬家，最近的一次搬进了加州奥克兰东部高尚住宅区一座价值百万的豪宅。尽管格格不入，多年以来他们却几乎每天都通电话。从 1975 年相识至今，两人之间交易了数十亿美元的证券。其中年长的是奥兰治县的财务官罗伯特·西特伦，年轻的是美林的债券经纪迈克·斯塔门森。他们两个制造了美国最重大的金融灾难：奥兰治县高达 17 亿美元的衍生产品亏损。

罗伯特·西特伦是典型的共和党支持者，而奥兰治县是共和党的根据地，旅游指南描述这里是“最像电影、最像故事、最像梦”的地方。对西特伦来说，80 年代和 90 年代确实像一场梦，他成为了美国最出名的地方财务官。他的投资策略连续多年获得高额回报，90 年代初的收益率接近 9%。西特伦性格自负而顽固，有点像约翰·韦恩，或是理查德·尼克松。奥兰治县的机场是以前者命名的，后者则是奥兰治县生人。

和奥兰治县的 260 万居民一样，西特伦生活在过去。他戴大尺寸的印第安风格绿松石饰品，艳俗的领带，穿合成纤维西装、浅色裤子和白色漆皮鞋。西特伦 40 年代就读于南加州大学，是该校的忠实拥趸。他的汽车喇叭播放南加州大学的校歌，桌上的装饰品是南加州大学的吉祥物。在财务官的晚餐聚会中，西特伦召集同事围着钢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

琴唱 40 年代的老歌。他用编号卡片、账本、甚至挂历做投资记录，在邻近的会所和扒房吃午餐。他对科技的掌握只限于用手表上的计算器计算午餐账单。西特伦拒绝访问华尔街，毕生只到纽约去过四次。他工作刻苦，从不外出度假，空闲时喜欢留在桑塔安那朴素的家里陪伴妻子。

正如一个美林的经纪人所言，了解西特伦的关键在于“他实际只懂得他以为自己懂得的 30%”。举例来说，尽管西特伦表面上是南加州大学忠实的校友，他在校期间却有多门功课不及格，而且从来不曾毕业。西特伦经常在公众面前表现他的无知。一次电视采访中，他向记者炫耀他如何利用一排不同颜色的电话和不同的经纪公司通话——“现在我和美林通话，现在我和所罗门通话”，与此同时，他不小心买入了本来无意购买的债券，只好打电话给经纪将其卖出。西特伦的语无伦次和令人费解的口头表达能力是出名的，以至于奥兰治县的监管理事会最终强行要求他以书面形式陈述他的想法——但是这也没起多大的作用。西特伦在 1994 年 9 月 24 日的报告中写到：“我们没有通货膨胀的工资增长，没有失控的建筑，不管是住宅、商用建筑还是那些高层的玻璃写字楼……很少，如果有的话，高层的写字楼正在施工中。”很少，如果有的话，奥兰治县的居民理解西特伦对于高层写字楼的忧虑。在另外一个场合，西特伦似乎无法理解“低买高卖”的概念，吹嘘在最高的卖出价买入证券。

对于年轻而精明的迈克·古斯·斯塔门森来说，西特伦简直是梦想中的客户。斯塔门森虽然身材矮小，却是充满攻击性的销售老手。他在县财务官中颇受欢迎，曾经多次在各种集会中做主题演讲。西特伦很快就成为了斯塔门森的最佳客户。

奥兰治县一共支付了美林几乎 1 亿美元的销售佣金，其中的几百万美元直接进了斯塔门森的口袋。

斯塔门森出身并不显赫。他的父亲是希腊移民，母亲来自俄克拉荷马，他是在中部一个叫利文斯顿的农业小镇长大的。从斯多克顿的圣杰昆三角洲学院毕业后，他进了加州州立大学富勒顿分校，之后加入美国海军。斯塔门森是在 70 年代末加入美林新港滩分公司的，他后来调到旧金山，在那里他成为了金牌经纪。

斯塔门森脾气火暴，他有一长串争吵和冲突的纪录，经常摔下电话大声咒骂。换句话说，他和大多数在交易厅工作的人没什么两样。苏畴公司的资深副总裁伯纳德·迈克尔曾就斯塔门森的脾气给出具体的例子。据他说，在 1988 年的地方财务官会议上，他支持了投资一种汽车抵押贷款产品的提议，而美林没有介入该产品的销售。这一提议触怒了斯塔门森，经过几分钟的持续争论，他开始大声怒吼。会后斯塔门森在过道里找到迈克尔，说道：“现在我们就要解决这个问题。”然后俯身冲过去，把迈克尔撞到过道的另一头，脸上全是血。

80 年代，斯塔门森代表美林向圣荷西城销售债券。圣荷西的地方检察官称，美林曾表示该市后来买入的一些债券是“绝对安全的”，“你不会赔钱”。1984 年，圣荷西投资亏损 6000 万美元，地方财务官也惨遭解雇。该市控告美林欺诈及渎职。美林支付了圣荷西 75 万美元庭外和解，就像后来与西弗吉尼亚庭外和解一样。两宗案例中，斯塔门森都没有受到处罚。

斯塔门森对客户的粗暴态度是众所周知的。旧金山的前首席投资官丹尼尔·帕特里克·达利回忆，有一天他正在餐厅吃午餐，斯塔门森冲进来敦促他卖出几天前刚买入的一笔投资。斯塔门森说这可以为旧金山赚取 17000 美元的短线利润，达利同意了。但是后来达利发现他只赚了 12000 美元，斯塔门森敷衍了事地解释他“算错了”。达利坚持美林补偿差额，否则旧金山将不再与其交易。美林没有支付这笔差额，而旧金山再没与斯塔门森进行过任何交易。

尽管如此，斯塔门森仍旧是旧金山分公司的首屈一指的经纪人，也因此而身家不菲。他的佣金中有很大一部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

分来自于奥兰治县。美林承认 1993 和 1994 两年为奥兰治县买卖金融产品的收入为 6240 万美元，不过奥兰治县坚持这一数字要高得多。美林还承认斯塔门森在这两年的收入为 430 万美元。

就在斯塔门森积聚财富的同时，罗伯特·西特伦的状况却急剧恶化。1994 年利率开始上升后，西特伦从斯塔门森和其他经纪那里买入的大量杠杆结构性票据开始赔钱。尽管后来的新闻报道将奥兰治县的投机描述得相当复杂，它们实际上很简单，特别是和我销售过的衍生产品相比。

西特伦是这样做的：他利用奥兰治县总值 74 亿美元的投资，又从不同的证券公司借贷了另外 130 亿美元，买入短期的高信用级别债券。这些债券的回报是和利率变化相关联的。我太了解这些结构性票据了。其中不少是所谓的反向浮动利率债券，利率上升时这种债券的价值急剧下降。反向浮动利率债券的票面利率通常是某个高百分点——例如 13%，减去一个浮动利率——例如伦敦同业贷款利率。只要伦敦同业贷款利率保持在低水平，反向浮动利率债券就保持它的高价值。例如，如果伦敦同业贷款利率保持在 3%，债券的利率就是 10%（13%−3%）。然而，如果伦敦同业贷款利率开始上升，票面利率就会缩水。伦敦同业贷款利率上升得越多，损失就越大。

另一种结构性票据叫做触发票据。这种债券支付高于一般水平的利率，但是为期只有几个月，条件是在特定的某一天（叫做触发日），实际利率低于特定的某一水平（叫做触发利率）。如果实际利率超过了触发利率，触发票据的期限将延长若干年，投资者将被迫持有低利率的债券。

尽管反向浮动利率债券受到了广泛的报道，触发票据却尚未为人熟知。让我们来看看奥兰治县买入的一种触发票据。这种票据似乎有些疯狂，但实际上是一种更为保守的结构性票据。（虽然西特伦的结构性票据大部分购自斯塔门森，他也从其他公司买入了价值数亿美元的衍生产品，其中包括摩根史丹利。这种票据是其中之一。幸运的是，我和这笔业务无关。）

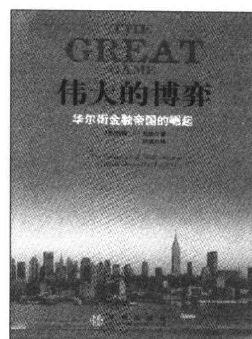
1994 年 1 月 6 日，摩根史丹利卖给奥兰治县 1 亿美元的结构性票据，发行人是 AAA 级的波士顿联邦住房贷款银行，该银行的债券由美国财政部间接担保，这种债券看起来风险很低。

债券的触发日是 1994 年 6 月 30 日，还有不到六个月。触发日当天，如果三个月伦敦银行同业贷款利率低于或等于 4.25%，债券将到期。对于奥兰治县，这意味着利率保持低水平，西特伦需要找到其他的投资，而他在 1994 年上半年的投资收益高于市场利率。还不错。

然而，如果当天三个月伦敦银行同业贷款利率高于 4.25%，债券的期限将再延长三年，而票面利率将保持 4%。由此可见，这种债券的风险在于利率，如果利率上升，哪怕只是一点点，债券期限将延长，投资者将继续收到低回报。债券期限延长恰好发生在投资者不希望发生的时候：利率上升之后。换言之，即使利率上升几个百分点，西特伦也将连续三年被迫持有利率只有 4%的债券。债券的收益将根据利率上升的幅度受损；如果投资者在到期之前出售债券，则要蒙受相当的损失。

评估触发票据的价值是困难的工作，考虑到西特伦的投资专业水平，更是如此。由于无法预测利率，你无法进行简单的现值计算，无法确定这是五个月期的高利率债券还是三年半期的低利率债券。你需要能够模拟不同利率情况的电脑程序来计算这些票据的价值。投资银行雇用了数学博士和电脑博士来设计这些程序。显而易见，西特伦无法用他的检索卡片和分页账正确地估算这些债券的价值，而销售债券却给他的银行赚到了巨额佣金。考虑到西特伦被撕破脸的次数，他一定是个多面人。就在上文描述的债券交易中，摩根史丹利赚的佣金超过了 20 万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《伟大的博弈》

【美国】约翰·斯蒂尔·戈登（1944～ ）

华尔街的恐惧通过大西洋的海底电缆迅速传给了欧洲，欧洲市场也应声崩溃。这也从另一侧面证明了华尔街对整个世界的影响力正与日俱增。《纽约先驱报》认为这种疯狂和歇斯底里完全可以把帝国摧毁。一个经纪商称这次崩溃为“自从黑死病以来最大的世界性灾难”。

星期六上午11点钟，纽约股票交易所历史上第一次宣布无限期休市。格兰特总统、美国财政部长和其他政府高级官员一起从华盛顿来到纽约，与纽约金融巨头一起商讨解决的办法。范德比尔特认为这次崩溃的原因在于铁路的过度扩张，这种扩张的资金大部分来源于联邦债券，他对媒体说：“从一个无名小镇修建铁路通向另一个无名小镇，而且使用公众的钱，这无异于公然违法。”

由于此时还没有中央银行，联邦政府的宏观调控能力受到很大的限制，它决定从星期一开始在公开市场上买入联邦债券，以此向金融市场注入新的资金。股票交易所禁止会员在交易所之外交易股票，但大部分会员对于这项禁令不予理睬，继续进行场外交易。随着崩溃的恐慌消退，股票交易所宣布它将于9月30日（星期二）重新开市。随着交易所的重新开市，股票市场终于慢慢恢复了元气。但是这次大崩溃给整个经济带来了沉重的打击，南北战争后的繁荣景象完全消失了。这种衰退持续了6年，美国经济才逐步恢复过来。到那个时候，华尔街将大大地成熟。

——引自《伟大的博弈》



约翰·斯蒂尔·戈登是美国作家和经济历史学家，也是美国著名的专栏作家。戈登喜欢讲故事，他认为真实的历史、真实的故事、真实的历史人物是非常有意思的，因此他喜欢用故事诠释历史。他的代表作品《伟大的博弈》就是一部讲述以华尔街为代表的美国资本市场发展历史的著作。

这本书以华尔街为主线展示了美国资本市场发展的全过程。它生动地讲述了华尔街从一条普普通通的小街发展成为世界金融中心的传奇般的历史，展现了以华尔街为代表的美国资本市场在美国经济发展和腾飞过程中的巨大作用。书中引用了大量的历史事实和经济数据，让我们可以更全面和准确地认识美国资本市场的发展过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《伟大的博弈》一书对历史有一种不可思议的洞察力。卖空投机，哈莱姆、伊利和北太平洋铁路的股票囤积，三次血腥战争的大规模融资，黑色星期一，黑色星期四，黑色星期五……作者将它们娓娓道来。这些原本错综复杂的历史事件，在这本书中突然变得异常清晰了。

在《伟大的博弈》这本书中，读者将会读到华尔街充满魅力和睿智的历史故事。在华尔街的历史演进过程中，出现过形形色色的人物，也遇到过各种各样的曲折。该书提醒今天的资本市场建设者们他们将要面临的现实和困境，同时，也为投资者们提供了一些有益的参考。





《伟大的博弈》是一本关于华尔街历史的书，也是一本关于美国金融史和经济史的书。它所描述的历史事件使我们清晰地看到，在很大程度上，华尔街推动了美国从一个原始而单一的经济体成长为一个强大而复杂的经济体。从美国的西部开发到伊利运河的修建，从铁路的兴建到南北战争，从 19 世纪后期开始的美国工业化进程到两次世界大战，一直到近年美国经济体中高科技产业的兴起，在美国经济发展的每一个阶段，以华尔街为代表的美国资本市场都扮演着重要的角色。华尔街为美国经济的发展提供了源源不断的资金，实现了社会资源的优化配置，而华尔街本身也伴随着美国经济的发展而成长为全球金融体系的中心。美国经济的成功是资本市场和实体经济之间协同发展的很好例证。

《伟大的博弈》还记录了美国政府与市场关系的博弈。华尔街人自己选择了把一个巨大资本市场从"牛仔们相互厮杀的地方"改变为自我约束和规范的利益共同体，因为他们发现"一个自由的市场并不是一个没有监管的市场，市场需要有人仲裁，也需要有人来制定规则。但必须要保证裁判的公正性，要特别小心是谁在制定规则，规则是服务于谁的利益"。

戈登在《伟大的博弈》一书中还讲述了华尔街遭受的严重创伤。2000 年早春时节，20 世纪 90 年代华尔街出现的大牛市终于落下帷幕。正如历史上所有其他泡沫一样，由于网络股股价异乎寻常地上涨而产生的泡沫不可避免地破灭了。这些股价的上涨完全建立在人们对网络公司未来盈利的期望之上，而没有太多现实的根据。19 世纪 20 年代和 30 年代初期的运河概念股、20 世纪 20 年代的航空概念股也曾经历过同样的命运。在 2000 年年初，纳斯达克指数曾经突破了 5000 点，是短短 5 年前的 5 倍，但到 2000 年年底，它下跌了一半。

而美国经济也在 2000 年开始整体降温，这带动了其他股票的下跌。道琼斯指数和标准普尔 500 指数的跌幅虽然没有纳斯达克指数那么大，但是两者也都从 2000 年年初的高点开始下滑。2001 年，美国经济继续在衰退中挣扎，股市进一步下跌。

接着就发生了"9·11"事件。对于纽约和美国经济而言，这是一次毁灭性的打击。纽约股票交易所闭市达 4 天之久，这是自 1914 年以来时间最长的连续停止交易。而美国所有的民航航班也禁止运营长达数天。"9·11"事件加深了美国经济衰退的程度，也延长了衰退的时间，重新开盘的股市直线下落。在 2002 年，纳斯达克指数一度下跌到 1300 点的低点，与最高点相比跌幅达 74%。标准普尔指数也下跌了 52%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2002年秋，先是美国经济、随后是华尔街，再次遭到重重的一击。美国最大的一家能源公司——安然公司陷于破产。人们发现它的财务报表完全是一派谎言。安然的股价跌到近乎于零，许多投资者和安然公司雇员们的希望也随之破灭，这些雇员的大部分退休金都投资在安然股票上。安然公司的外部审计公司、全美最大的会计师事务所——安达信也因此倒下了。不久，美国最大的移动电话服务提供商——世通公司也深陷于财务丑闻之中。

然而，华尔街从这些危机中迅速恢复过来，充分反映了其作为世界主要资本市场和全球金融体系中心的强大生命力。《伟大的博弈》正是通过这些读者在任何别的金融讲义里很难看到的故事，讲述了一个真实的金融帝国的心脏是如何跳动的。这颗“心脏”即使在最残酷的现实面前仍然能自我控制和自我修复。



抚摸美国证券市场伤痕



《圣经》上说，有人向盲者说他是基督，盲者抚摸到他的手上没有“钉痕”，回答说你不是基督。

鉴于多年从事金融业实际工作的经验，我深感书里的道理虽然讲得振振有词，但许多以先贤道理自命者，如果没有人见到过他有亲历江湖起落的钉痕，自然会引来市场对其煌煌大言付之一笑。

如果要更深刻地理解美国证券市场的历程，同时也更清晰地把握中国证券市场的现状与未来，我的建议是：让我们一起来抚摸美国证券市场的伤痕，看看这个市场的来龙去脉。《伟大的博弈》这本译著给我们提供了这样一个抚摸美国证券市场伤痕、寻找市场脉络的很好的读本。

西方史学家修昔底德强调，“历史无非是用范例讲授的哲学课”，《伟大的博弈》这本书可以说很好地体现了这种历史哲学。书中提到，美国1933年《联邦证券法》颁布之前，股市上的多空决战，不取决于资金实力与市场判断，而是更多地取决于庄家控制的官员们侵害公权的无耻程度和技巧高下。在介绍不同时代的美国投机狂潮时，书中提及20世纪20年代，不少投资者希望分享航空业的增长，疯狂购买一家叫作“海岸航空公司”的股票，而这家公司实际上是铁路公司。

《伟大的博弈》一书是一本由一以贯之的经济哲学和经济理念支持的历史读本。在它貌似散乱的历史故事中，作者始终强调现代资本市场的发展逻辑和基本信念，那就是：把华尔街的兴衰放到整个美国经济、乃至全球经济的大背景之下来把握，是关于华尔街的“大历史”；强调亚当·斯密在1776年提出的“看不见的手”的理念通过华尔街的实践实现不断深化的过程。在书中起起落落的关于华尔街的故事中，我们看到的是作者给我们强调的资本市场的自我演进、自我探索、自我修复、不断试错的活力与韧性。

对于熟悉中国证券市场发展的人士来说，把中国与美国证券市场发展的历程相应作一个对照，也是十分有趣的阅读体验。在美国历史上，因为出于黄金投机交易的需要，华尔街事实上早于林肯总统知道了葛底斯堡战役的结果；同样，在中国的证券市场上，一个监管机构的官员事前强调保密的内部座谈会在上午召开之后，当天下午往往就能够在网络的BBS上见到会议的内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中国证券市场曾经经历过一场声势浩大的关于股市如赌场的争论，实际上在美国证券市场发展的早期阶段，美国政府也一直以“屡败屡战”的决心打击投机，希望将投机活动驱逐出美国的证券市场，结果导致市场付出相当大的成本，以至于一位美国的投资家调侃说：“当我年轻的时候，人们称我为赌徒；后来我的生意规模越来越大，我成为一名投机者；而现在我被称为银行家。但其实我一直在做同样的工作。”1975 年美国放弃了持续长达 175 年的固定佣金制，引起了市场相当大的震动，对照中国证券市场在不长的时间内就推出了这一举措，中国证券市场迅速发展的历程，也从这种对照中得到确认。

如何应对证券市场的恐慌？格林斯潘和本杰明·斯特朗共同认可的一个策略是：对于证券市场恐慌，你只需要开闸放水，让金钱充斥市场。1987 年美国股市崩溃时，美联储给所有的人打电话：你需要钱吗？如果需要，我们可以提供。正因如此，美国没有再见到 1929 年那样的股灾。但是，在中国，可行的应对证券市场恐慌的措施是什么？类似美国的这种应对措施是否会导致严重的道德风险？这些都是引人深思的问题。

在全世界的灿烂文明中，中华文明可以说是历史感最为强烈和深厚的文明之一。梁启超先生就强调，中国古代，史外无学。通过阅读这本讲述美国证券市场历史的书，我们可以见到一个色彩纷呈的传奇。正如作者所说：“在华尔街这个伟大的博弈场中的博弈者，过去是，现在还是，既伟大又渺小，既高贵又卑贱，既聪慧又愚蠢，既自私又慷慨——他们都是，也永远是普通人。”这一带有沧桑感和历史感的评价，让我们似乎看到这个市场“钉痕”的依稀痕迹。（巴曙松）



小股民需要大智慧

《伟大的博弈》一书讲述的是美国股市 350 年的历史。该书可以传授给中国股民投资的大智慧。高速发展的中国毕竟有着与过去的历史不同的节奏、不同的机会，从这本书中，智者将得到进退的玄机。

出版 10 年过后，仍有人在阅读的书寥寥无几。但这本美国人约翰·斯蒂尔·戈登写的《伟大的博弈》却是一本可以给国内的小股民带来些大智慧的书，注定在很长的时间内，国内的股民都可以从中窥视到一些真谛。培根说“读史使人明智”，这本书用历史小说一样的笔法演绎着华尔街 350 年的财富传奇，用诗一样的语言让我们听见人性中天使与魔鬼的声音在股市中的倾诉。那些在股市中逐利的人们即使身在繁华喧嚣的都市也会产生一口气读完此书的冲动。

《伟大的博弈》一书讲述了美国南北战争时期的民族英雄、后来成为美国总统的格兰特将军如何在股市里亏得一贫如洗，最后只能靠写回忆录为生的故事，描绘了每个年代那些一夜暴富的真实的神话，记录了不少腰缠万贯的富翁最终在股市中倾家荡产的悲剧。书中还记载了发生在华尔街上至今还未查出凶手的大爆炸，记述了交易所总裁如何堕落成骗子和小偷的奇闻，刻画了恶贯满盈的投机者如何将他人的巨额财产席卷出逃的细节，书中似乎还能闻到那些暴富者穷奢极欲的晚宴的酒香，而像摩根那样正直而富有责任感的财富巨人的严峻的面孔似乎仍历历在目。

股市本身就和人性一样复杂，是一个利益博弈的场所。美国如此，中国亦然。看看国内的股民，他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不少人将股市比作赌场。再看看《伟大的博弈》这本书中记载的华尔街的历史，似乎股市与生俱来就是一个赌场，至少一半是。它为满足人类从古至今就具有的嗜赌本性应运而生。看完了这本书的人，会变得比较平和，会更加有准备地进入股市，不光要准备好钱袋，还要预留好亏光后回家的路费。股市不是人民公社的食堂，公平地分配着每个社员的口粮，它位于天堂和地狱之间。在美国，它不仅对普通股民如此，对总统也如此。

以史为鉴，可以更好地认识今天、把握未来。今天的中国股市，不理想的地方确实太多，股权分置、监管不力、圈钱不止……但是，股市本身就不是理想的，它的发展永远只是趋于理想的过程。我们可以批评政府，但也应看到已经做出的一些努力。作为个人，最好是在责怪政府、责怪别人之前，认识到我们所处的时代，明智地保护好自己。（佚　名）



一位为华尔街立传的全职作家



美国著名作家和经济历史学家约翰·斯蒂尔·戈登，1944 年生于纽约，1966 年毕业于范德比尔特大学，获历史学学士学位，其祖父和外祖父均在纽约股票交易所拥有席位。

作为全职作家，约翰·斯蒂尔·戈登擅长商业史和金融史写作，他的作品经常发表在《福布斯》、《纽约时报》、《华尔街杂志》上，同时著有《华尔街上的猩红女人——19 世纪 60 年代的华尔街历史》、《汉密尔顿的赐福：美国国债的兴衰史》等书。1999 年，他出版了《伟大的博弈——华尔街金融帝国的崛起》一书。该书的主要观点是，从长期来看，一个完全自由的市场是一定会崩溃的。胡佛曾说过，资本主义的最大问题是资本家本身——他们太贪婪，他们总是牺牲市场整体利益来服务于他们自己的利益。任何一个市场都需要警察和裁判。你可以想象，在一个没有警察的社会里，人们甚至可能在停车场里相互杀戮；一场没有裁判的橄榄球赛将会是一场灾难。一个自由的市场并不是一个没有监管的市场，市场需要有人仲裁，也需要有人来制定规则。但我们必须保证裁判的公正性，要特别小心是谁在制定规则，规则是服务于谁的利益。该书以独特的见解、新颖的内容而获得各界人士的广泛关注。

约翰·斯蒂尔·戈登还是一位久负盛名的专栏作家。十多年来，他为《美国遗产》杂志撰写的“美国商业故事”专栏备受欢迎，后精选成册，出版了《美国商业故事》一书。《美国商业故事》中的故事都是从美国商业历史中撷取的精彩片断，时间跨度从新大陆殖民时期延续至今。尽管单个的故事之间并没有什么联系，但按照时间顺序集中在一起，它们便拥有了崭新的意义。《财富帝国：美国经济实力史诗》是约翰·斯蒂尔·戈登的另一部著作。从其气势磅礴的书名中不难看出，它是一部美国经济精神的赞歌。该书勾勒出华尔街和纽约资本市场从荷兰移民那里传承下来并发扬光大的资本主义精神史。在该书中约翰·斯蒂尔·戈登讲到，在通过宪法之后的头 60 年里，美国经济成为世界奇迹之一。



约翰·斯蒂尔·戈登

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

约翰·斯蒂尔·戈登这位为华尔街立传的全职作家，不仅著述颇丰，还经常做客国际广播电台的《市场》节目，并在有关美国经济史的电视纪录片中频繁亮相，其中包括以其著作改编的纪录片《商海探秘》，里克·伯恩斯主持的《当代纽约》等节目。



第1节：人类本性堕落的大阴沟



作为世界金融中心的纽约，发源于北美殖民地的一个小小的贸易前站，在其独一无二的地理优势和当地荷兰裔移民的冒险精神的催化下，它逐步成长为一个繁荣的都市。华尔街也正是从这里起步，走向世界舞台。然而在美国开国元勋杰弗逊的眼里，纽约却一直是一个"一个人类本性堕落的大阴沟"……

你也许没有想到，纽约最终成为一座世界性的商业都市和金融中心，竟然与17世纪荷兰的"郁金香泡沫"有一种无法分割的必然联系。

作为人类历史有记载的最早的著名投机活动，"郁金香泡沫"昭示了此后人类社会的一切投机活动，尤其是金融投机活动中的各种主要要素和环节：对财富的狂热追求、羊群效应及理性的完全丧失、泡沫的最终破灭和千百万人倾家荡产。但是，人们往往看不到，与这种投机狂热的破坏性相生相克的是荷兰人特有的商业气质和商业文化。在这次人类早期的投机活动中，荷兰人发明了最早的投机技术，而这些技术在以后的历史中被反复应用，投机者们沉溺其中，乐此不疲。当荷兰人和其他欧洲人一起漂洋过海来到北美洲这片新大陆时，他们将他们的商业精神带到了纽约——纽约最初的名字叫新阿姆斯特丹，就像它的名字所喻示的一样，在新大陆的各个殖民地中，纽约最好地继承了荷兰人这种商业精神，除了纽约的地理条件外，这种至今仍在纽约的大街小巷无所不在的商业精神，或许是成就这个世界上最大都市和金融中心的最重要的因素之一。

在新大陆的第一次金融投机活动是针对当时原始的货币——贝壳串珠进行的投机，这揭开了北美350年的金融史——同时也是350年的金融投机史的序幕。

这个历史阶段，两位历史人物开始登场，他们不同的理念和他们之间的斗争，对美国这个当时还处于襁褓中的新生国家的发展路径起了决定性的作用，也影响了华尔街的未来。他们同是美国的开国元勋，一位是汉密尔顿，另一位是杰斐逊。汉密尔顿扶持和鼓励商业活动，强调政府在建立金融体系和维护经济活动中的积极作用。而杰斐逊憎恶投机，把纽约称为"人类本性堕落的大阴沟"。在此后绵延数百年的北美金融史中，在每一个重大事件中，你都会看到他们各自的追随者们在捍卫着这两种不同的理念。在这些人的身上，你依稀可以看到汉密尔顿和杰斐逊的影子。

时任联邦政府财政部长的汉密尔顿发行了美国独立战争后的新国债，并建立了纽约银行。

除了具有无数其他鲜明特色之外，纽约还有一点与众不同，那就是，它是美国唯一曾经被围墙包围起来的大城市。

到1650年，在新阿姆斯特丹建立后不到30年，这个港口变得非常繁荣。它是世界上最大的也是最优良的天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然海港之一，同时也是荷兰人对外贸易的前站。它的繁荣使得在新英格兰的英国殖民者对它垂涎三尺。1652 年爆发的首次英荷大战更是威胁着新阿姆斯特丹的未来。

这块殖民地的荷兰统治者，彼得·斯特文森市长，曾经是一名军人并习惯以军人的方式思考问题，由于担心新英格兰会从陆路进攻，彼得决定在城市的北部建立一道防御城墙。他从当地的商人手中借了 6000 荷兰盾，并命令每一个有劳动能力的人都得帮助建造城墙。墙用圆木建成，每根圆木长约 5 米，有 1.2 米埋在地下，顶部被削尖。该墙东起珍珠街（那时的海岸线），西至今天的三一教堂西侧，全长 2340 英尺（约 713 米）。教堂的西侧近邻哈德孙河畔陡峭的悬崖，是一道天然的保护屏障。城墙设有两个大门，一个建在东河口，是船只卸货的地方；另一个开在与百老汇街的交口，是向北的主要陆地通道。

当彼得将修筑城墙的预算单呈给刚刚建立的市政委员会（成立于 1653 年 2 月 2 日）要求其拨款时，委员会成员犹豫不决。那些刚被任命的自以为是的委员们认为筑墙的费用应由该殖民地的所有者——荷兰西印度公司负担，并拒绝由市政支付。直到彼得同意上缴酒税作为补偿后，委员会才批准了市长筑墙的预算。

但是就像那个时代的很多军人一样，彼得在制订新阿姆斯特丹的防御方案时忘掉了将海上的威胁考虑进来。当英国人最终在 1664 年攻打该城时，他们并没有如彼得所担心（并严加防备）的那样从北部的陆地发起进攻，相反，一支英国舰队从南边驶向这个港口，将全城置于炮火之下，从火力上完全压倒了新阿姆斯特丹城堡的守军。

彼得临危不惧，准备誓死保卫该城。但是城里的商人，包括他自己的儿子，却不是这样想的。他们联名写了一份请愿书，恳求市长开门投降，以免城堡和他们的财富都在炮火中毁于一旦。犹豫再三之后，彼得最终同意了他们的请愿。第二天，他所深爱着的新阿姆斯特丹被命名为新约克郡——简称纽约，以此作为献给约克公爵（英王查理二世的弟弟及继承人）的生日礼物。

彼得留在了纽约，一直生活在远离城市的北方庄园里，直到 1672 年去世。他的庄园南北贯穿今天的第 5 街到第 17 街，东西横跨公园大道到东河，这个巨大的庄园足以使他的后裔到 19 世纪还依然富有。

而那道城墙，此时已毫无意义，它很快就荒废了，并于 1698 年被拆除。这一年，最早的三一教堂开始修建，它就建于该墙的西端。即使那道墙能保留到今天，它也不过是历史的一个微不足道的脚注。但是紧接着墙后的一块 30 米长的空地被保留下来用于军队调动，不允许建造任何建筑。随着交通逐步成为曼哈顿的一个难题时（直到今天，在纽约，交通依然是个难题），这块空地很快不可避免地被改建成一个十字街口，而这条街也不可避免地被命名为墙街，也就是华尔街。这条小小的街道，得益于另外一个和荷兰相关的纽约传统，将从这里起步，最终成为世界上最著名的通衢之一。



第 6 节：区分好人与恶棍的界线

资本市场从诞生的第一天起，就充满了争议。来到股市的形形色色的人物，有普普通通的投资者，也有恶意操纵市场的庄家。和此后的数百年中的无数政府精英一样，汉密尔顿绞尽脑汁，试图寻找到一条“区分好人与恶棍的界线”……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国于1776年建国。这个新生的国家此时正处在欣欣向荣的历史时期，汉密尔顿发行的大规模债券直接导致了证券市场的活跃，而美国的第一只大盘蓝筹股启动了这个国家第一轮股市投机狂热。

纽约出现了第一批专业经纪人，他们需要一个交易场所，于是有了美国的第一个股票交易所；为了防止场外交易的发生，他们签订了著名的《梧桐树协议》，并建立了纽约证券交易委员会——这一切就是后来华尔街的雏形。

在第一次投机狂热中，纽约股票交易所的创始人之一、联邦政府财政部部长助理——威廉·杜尔是这场投机狂热中的弄潮儿。他是美国股市的第一个著名的“庄家”，也是此后200多年股市操纵者们的鼻祖。

从这个时候起，华尔街和美国政府的精英们就一直竭尽全力地试图寻找到一条分界线，来区分像杜尔这样的无赖赌徒和受人尊敬的股票投资者。两个多世纪以来，他们的努力所得到的“充其量不过是一个喜忧参半的结果”。杜尔的疯狂投机和迅速溃败引发了美国历史上的第一次金融恐慌。汉密尔顿下令财政部购进大量联邦证券对市场进行支持，他的果断行动成功地阻止了金融危机的蔓延，确保了股市的危机不对美国的经济造成长期的负面影响。

1987年，美国股市危机，联邦政府坚决地介入其中，以免股市危机演变成为全国性的危机，这与汉密尔顿的做法一脉相承。而在这两次“救市”之间的195年中，面对每一次金融危机，杰斐逊主义放任自流的思潮一直占据上风。

这是一个良莠不齐、泥沙俱下的时代。在这个时期，有限责任制度——现代企业制度的基石得以奠定，美国各州通过了《普通公司法》，带动了新一轮的经济增长，从1792年到1817年，联邦税收在25年内增长了9倍；也是在这个时期，像杜尔这样的政府官员可以公然寡廉鲜耻地利用公职进行股市投机；而后来成为美国副总统的伯尔，也在这个时期，瞒天过海地打着为纽约市民提供生活用水的幌子，骗取了建立一家银行的特许证。而这家银行就是现在的大通曼哈顿银行——全美最大的银行的前身。

华尔街起初在全美闻名并不是出于金融的原因，而是出于政治上的原因。1789年4月30日，乔治·华盛顿在位于华尔街和宽街交界处的纽约市政大厅的二层，依据新的宪法宣誓就任美国的第一任总统。市政大厅的檐口和中楣上都增加了很多标志美国的装饰，如橄榄枝包围的13颗小星和13个箭头。这栋建筑在19世纪30年代被拆除，以便建造新的海关大楼。这座海关大楼至今还在，而当时联邦大厅的所有遗迹只剩下了华盛顿宣誓时面前的一段铁栏杆，它被保留在纽约的历史博物馆里。

在这个蒸蒸日上的时期，联邦大厅并不是华尔街上唯一的建设项目。从这里向西一个街区的地方，第二座三一教堂即将竣工，此时它的200英尺约61米高的尖塔还被包裹在脚手架中，不到一年之后，它就将开始接受善男信女的顶礼膜拜，总统也将出席它的揭幕典礼。华尔街西端的很多大楼也都在这个时候耸立起来。被提名为财政部长的亚历山大·汉密尔顿，官邸就在华尔街和威廉大街交界处。

也是由于汉密尔顿的原因，这些漂亮而古典的大楼的风光日子屈指可数。随着汉密尔顿的财政方案推动经济快速增长，华尔街的商业区很快就挤占了华尔街的官邸大楼。1791年，纽约银行迁址到华尔街和威廉大街街口的麦克伊文斯大楼，面向汉密尔顿的官邸。汉密尔顿曾帮助创建了纽约银行，但是当他就任财政部长时，为了避免利益冲突，他卖掉了他在纽约银行所有的股份。

而华尔街的东段一直延伸到东河，一向是以商业为主，并不是完全以金融为主。由于风向的原因，出海航行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的船长们都愿意在曼哈顿东边靠港，这些船只所需要的各种服务（从仓储到杂货买卖）促使这里成为了纽约商业区的中心。在这里的很多建筑都是两层高的小楼房，一楼是理发店、裁缝店、蜡烛店之类的小商店，而这些店主老板都住在二楼。还有一些房子出租给各种经纪人。

18 世纪末期，经纪人这个概念的含义要比今天宽泛得多。这个词早在 14 世纪就从法语引入英语，它的法语原意是：把一桶酒分装成一杯一杯或一瓶一瓶后再卖出的人。在 17 世纪之前，这个词一直特指零售商和批发商，此后，它就完全被用来特指自己不直接参与生产的中介人。到这个时期，这个词的含义逐渐演变为：将买方和卖方撮合在一起，并对促成的交易收取佣金的人。

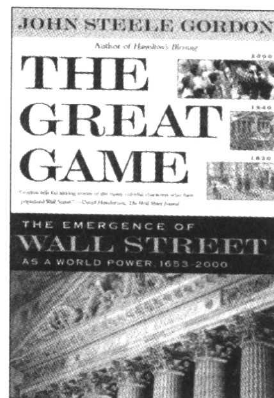
今天经纪人通常是高度专业化的人士，只从事一种产品或一些相关产品的经纪服务，例如保险和房地产经纪人。只是到了最近，经纪人这个词才开始特指专门从事买卖证券的专业人士。而在美国刚成立的时候，纽约的“经纪人”是一个很宽泛的概念，经纪人们可以同时在很多不同的领域里撮合交易。在当时，如果一个经纪人在买卖证券的同时，还兼营私人彩票，并为海运货物提供保险，同时还卖唐提式养老保险（一种寿险和赌博的混合物，很久以前就被宣布为非法），并成为一家私人银行的合伙人，将丝毫不令人感到惊奇。



第 25 节：华尔街上的经历

即使大批的移民和淘金者向西开进，纽约依然是整个国家金融和商业的心脏。“这个巨大金融心脏的每一次跳动，”《路易斯维尔快报》在 1857 年写道，“从美国东北角的缅因州到佛罗里达州，从大西洋到太平洋的广袤地区都能感受得清清楚楚。各州的银行为了方便客户在纽约市继续从事商业往来，都在纽约的金融机构存有一笔款项。这些跨州存款在 1840 年只有 800 万美元，到了 1857 年已经高达 5000 万美元。几乎所有投资于美国证券的款项都要经过纽约，纽约的商品经纪商帮助国外进口商购买美国南方各处的棉花和西部的小麦。由于纽约市长佛南多·伍德（人们对他的评价很低，因此没有人理他）和纽约银行家都在美国南方和欧洲之间的棉花交易中获得了丰厚的利润，以至于当南北内战爆发以后，他建议纽约市也从北方联邦分裂出来。

整个经济的蓬勃发展在华尔街得到了反映，即使是很多投资价值令人高度怀疑的矿业股票在场外市场的交易也非常活跃。为了使矿业股票交易管理更加规范，矿业交易所很快就建立了起来。虽然股票交易量大幅上涨，尤其是场外交易市场的交易量，但股票价格并没有随着经济的恢复而上涨。其中主要的原因是这段时期美国证券的供应迅速增加。发生在 19 世纪 50 年代的公司并购事件和 19 世纪整整前半个世纪公司并购的总数一样多。从 1851 年到 1853 年，纽约市新组建了 27 家银行，总资本是 1600 万，这些资本大部分是从华尔街上筹集到的。



《伟大的博弈》
英文版封面

到 1856 年时，有 360 家铁路股票、985 家银行股票、75 家保险公司股票、几百种的公司债券、市政债券、地方债券和联邦债券一起加入到了交易之中。但是这些证券中的绝大部分都没有在纽约股票交易所上市交易，原因是交易所拒绝没有经过评级的新发行的证券。在每一个历史转折和经济形势乐观的时候，新股票都会引起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投机者格外的注意。因此一方面股票交易所的日交易量保持 6000 股的速度稳步增长，另一方面，场外市场的交易量却大幅增长，经常超过 7 万股的数量。

1857 年，整个华尔街一片喜气洋洋，到处洋溢着快乐的气息。19 世纪 30 年代末 40 年代初的那段黑暗日子已完全被人们抛到脑后，大批涌到华尔街来淘金的新交易商对此更是一无所知。像每一个华尔街的繁荣时期一样，就在一夜之间，有的人暴富，有的人则沦为赤贫。那一年，乔治·弗朗西斯·特雷恩用一首打油诗讲述了他在华尔街上的经历：

星期一，我开始经营房地产公司；

星期二，不管怎么算我都有了 100 万；

星期三，我的富丽堂皇宫殿开始修建；

星期四，我开始了全新的幸福生活；

星期五，我举办了盛大的舞会。

星期六，破产了——我又一无所有。

刚到华尔街和纽约的人特别容易感受到这里“来也容易去也容易”的氛围，这种氛围甚至影响到了在华尔街驰骋多年并且已有雄厚基础的华尔街人。罗伯特·斯凯勒是菲利浦·斯凯勒将军的孙子，也是亚历山大·汉密尔顿的外甥，他当时担任哈莱姆铁路和纽黑文铁路的主席。1854 年夏季，在对纽黑文会计账簿进行的检查中发现了一些问题，但是斯凯勒向股东和记者保证说这些问题一定会有一个很好的解释。当时几乎没有人怀疑他的保证，但是进一步的检查却发现，斯凯勒已经私自秘密印刷了 2 万股纽黑文铁路的股票，并且已经将股票转手，把 200 万美元装进了自己的腰包，这些钱在当时也可算得上很大的一笔财富了。这 2 万股股票在当时就是所谓的“掺水股”。但是等到这个消息公开的时候，斯凯勒已经携巨资踏上了前往加拿大的逃亡之路。他一走了之，至死也没有被绳之以法。在当时的华尔街上，斯凯勒可以算得上一个骗术高明的巨骗了，但他绝不是唯一的一个。

到 1857 年中期，繁荣的经济已经显示出衰退的迹象了。“除了再来一场大崩溃，这一切还能以什么收场呢？”美国最大也是最有影响的报纸——《纽约先驱报》的创建者和出版商詹姆斯·戈登在 6 月 27 号写道：“……政府腐败，公共诚信缺失，报纸的报道充斥着各种水分。人们疯狂地抢占西部的土地、城镇和城市。数以百万的美元，不管是赚来的还是借来的，都花在豪华的住宅和高档的家具上；为了一时的攀比，女暴发户把成千上万的钱花在丝绸、鞋带、钻石和所有昂贵却没有任何实际意义的东西上——而这些只是当时太多罪恶中微不足道的一部分。”

主观的贪婪是一回事，现实的经济数据则又是另外一回事了。到这个阶段加利福尼亚的黄金产量已经趋于平稳，曾经大大刺激美国出口的克里米亚战争和欧洲谷物的歉收也已经结束。6 月份的《纽约先驱报》写道：“我们的码头塞满了船只，大部分的船只都没有活干，有活干的船只所收取的费用也低得可怜。”同时一家波士顿报纸也指出，英格兰的纺织业同样处于痛苦挣扎的境地——因为没有需求，6000 架棉花纺织机只能闲置在那里。

更糟糕的是，在夏季和早秋，由于西部大丰收，购买农作物的资金转移到了西部地区，而当地农民为了还清他们的贷款，资金就存入了当地的银行，这种现象造成存款开始大量流出纽约的银行。每逢 8 月份，纽约的资金供应都非常紧张。8 月中旬，《纽约先驱报》写道：“市场上基本没有资金供应，股票卖压特别大，但市场上根本就没有人接手，没有任何买卖。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四部分 第33节：他们可以猛赚一笔

就这样，正如格兰特将军夺取维克斯堡，正如西半球最伟大的战役——葛底斯堡战役决定了美国的命运，范德比尔特在华尔街的坎尼战争中扮演了汉拔尼统帅的角色，他两次围歼熊市投机商，给他和他的同伴带来了300万美元的巨额财富，这次金融战也被公认为金融操纵史上的杰作。《纽约先驱报》在7月13号宣称："华尔街市场上从未看到过这么成功的股票坐庄"。

接下来第二年，法院裁定，除了30年前已经授予的公交路线的特许经营权以外，市议会无权授予任何新的经营权。而此时百老汇线路已经开工建设了，范德比尔特只好到奥尔巴尼（纽约州政府所在地）去寻求法官的帮助了。毫无疑问，他花了大量的银子，从州议会和州长那里得到了该法案将顺利通过的承诺。丹尼尔·德鲁和其他一些人也跑到了奥尔巴尼去为这个法案顺利通过作证。但德鲁本性难改，像以往一样，他又耍了一次两面派。他私下里偷偷告诉议员，如果他们卖空哈勒姆股票，然后把这个法案枪毙掉，他们可以猛赚一笔。

德鲁的计划几乎就是前一年春天使市议会官员损失惨重的投机计划的翻版。纽约州政府的官员们怎么会被这样一个计划诱惑，至今令人百思不得其解。斯特德曼，19世纪60年代华尔街上的一位老手，在19世纪之末回忆道："奥尔巴尼的政客们，在1864年的春天已经清楚地知道了，不到一年以前，纽约市的政客们是如何因为卖空这只股票而给自己带来了巨大的灾难。但他们还是愚蠢地急不可耐地开始了这一计划，仿佛范德比尔特曾被证明是不堪一击的。或许是这些政客通常密谋攻击的目标——公众财富——近来被保护得太好，使他们无法下手，或许在那个年代政客敲诈私人企业不如现在来得方便，或许他们经常在这样或那样的突袭中大获成功，并陶醉于由此带来的巨额财富之中，以至于他们的智商降低到了一只刚刚尝过猎物鲜血的野兽的水平。"

确切地说，尽管范德比尔特富有得令所有对手都感到恐惧，但其资产的流通性还没有达到他所想要的那种程度。他手里持有大量的哈勒姆和哈德孙河的股票，也很不情愿用这些股票作为抵押来获取贷款。德鲁曾预测哈莱姆股票价格会迅速上升，现在看来是正确的。1864年年初，哈勒姆股票价格为90美元，到3月26号则已经涨到了140美元。在百老汇线路法案听证会后的当天，传出不利于该法案的报道——这通常是一项法案将被束之高阁或被否决的前兆，哈勒姆股票的价格立刻跌到101美元。如果议员们选择在这个价格把他们在高价卖空的股票买回来平仓的话，他们就已经可以赚取一大笔钱了。但显然，他们或者是没有听到过，或者是听说过但没有遵从过华尔街最古老的真理：做多的人——"牛"能挣钱，卖空的人——"熊"也能挣钱，就是"猪"——贪婪的人不能挣钱。他们没有选择平仓，他们期望股价会跌到50美元。

范德比尔特悄悄地把他的同伴召集到一起，比较有名的有约翰·托宾和伦纳德·杰罗姆。他们集合了500万美元以上的资金——这在当时绝对是一个很大的数字，然后开始买进市场上所有出售的哈勒姆股票。3月29号，哈勒姆股票在当天纽交所的第一次拍卖的价格是109美元，在下午的拍卖中涨到了125美元。到4月底，这个数字变成了224美元。范德比尔特和他的同伴被告知他们此时拥有13.7万股哈莱姆股票，但哈勒姆股票总共才发行过11.1万股。差额部分是卖空投机商们卖给他们的。

福勒写道："500个强人，他们头脑聪明，深谙生财之道。"但是他们现在深陷于范德比尔特的陷阱之中。当被问到下一步他会怎么做时，范德比尔特怒吼道："让股价升到1000美元。"

幸运的是，伦纳德·杰罗姆劝说范德比尔特发一点仁慈来缓和一下，这样对他自己也有利。他告诉范德比尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

特如果哈勒姆股票升到 1000 美元，华尔街一半的机构将会面临倒闭，造成的恐慌将如此巨大，以至于无人能预测会有什么样的后果。“船长”最信赖的经纪人亨利·克鲁斯在他的回忆录中高兴地写道：“在普照人间的自然之光的感召下，在杰罗姆富有远见的劝说和恳求下，像古埃及的法老王允许以色列人离开埃及一样，范德比尔特终于答应放了那些议员——允许他们以 285 美元的价格购买哈勒姆股票。”

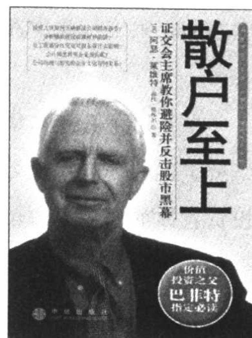
第二场哈勒姆股票囤积战就这样结束了，而且以后永远也不会有第三场了。确实，对于当时整整一代华尔街人来说，“卖空哈勒姆股票”也就等同于“陷入困境”。

范德比尔特直到他 1877 年逝世一直都享有着“前无古人、后无来者”的声誉和地位。1869 年英格兰的《弗雷泽》杂志报道说：“与其他所有的华尔街人相比，范德比尔特像一只具有皇家高贵气质和高尚品德的雄狮，屹立在豺狼和虎豹遍布的沙漠中。”

但是，即使在华尔街享有巨大的影响力和崇高的声望，范德比尔特却从来不属于华尔街。他的目标是建立一个铁路帝国，而不是买卖铁路股票。1867 年在应邀成为纽约中央铁路的主席之后不久，他很快就把纽约中央铁路和哈德孙河铁路合并了。这样他就把自己推到了与伊利铁路直接竞争的地位上。伊利铁路同样从纽约起到布法罗止，只不过其路径的地理条件差远了。假如伊利铁路妥善经营，范德比尔特无疑也不会过多在意它的存在，因为他有足够的竞争优势，会获得“一头雄狮”在这个运输市场中应得的份额。

但是伊利铁路很快就被掌握在丹尼尔·德鲁和两个年轻人——杰伊·古尔德与吉姆士·菲斯克的手中。在这“三驾马车”中，德鲁做事毫无顾忌，古尔德在金融方面是个天才，而菲斯克长袖善舞，他们的传奇至今流传。他们三个的联合给范德比尔特带来了无尽的烦恼。范德比尔特迫不得已，决定到华尔街收购伊利股票来控制伊利铁路，这时，地狱之门打开了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《散户至上》

【美国】阿瑟·莱维特（1931~　）

从那以后，我与商界、与华尔街有过多次较量。在这段时期，股票市场指数冲到令人无法相信的高度。网上交易成为时尚，吸引着数以百万中产阶级投入其中，且认定这是一场只赚不赔的投资游戏。他们只凭激情交易，交易决策的基础是从财经节目中听来的建议，而那些建议几乎都是“买入”。短线炒家聚集在备有终端和交易设备的办公室内，与其说他们在那做投资策略不如说玩掷骰子的赌博游戏。一些投资者甚至参照网络聊天室内的帖子买卖股票。要知道，聊天室内的信息与厕所墙壁上的涂鸦一样不可信。投资者还抢购一些公司首次发行的股票，他们对公司情况知之甚少，只因有分析师曾说过那是“下一个新趋势”。孰不知许多分析师与其所吹捧的公司间有利害关系，分析师所在的证券公司与那些上市公司有着商业往来关系。对于公司高层，让短期盈余符合市场预期成为他们最关心的事。他们还关注如何使股价保持高位，这样才能在兑现股票期权时获得大笔收入。

当我们试图禁止这样不规范行为时，我们感受到了企业的强大能量。我们的监管努力得不到大环境的呼应。当时的情形是：经济迅速增长，股市节节攀升，投资者从共同基金处得到丰厚的收益，喜形于色；网上交易如火如荼。我的警告——“牛市不可能持久，牛市掩盖着无数的恶行”无人理睬。华尔街视我为胆小鬼；国会议员们不信任我，也根本不想听我在说什么；有些人甚至对我持敌视态度。

我逐渐认识到，当商界对证监会的行动关注时，他们往往会采取特定的行为方式。麻烦到来的第一个征兆总是发生一场辩论，在证监会某一部门的主管与国会某一监督办公室助理之间展开。而开战的讯号是国会委员会主席不温不火的信函。接下来便是有人频频来访，听证会、媒体发布会，最后则是让人精疲力竭、劳神伤财的对抗。

——引自《散户至上》



美国财经界有不少神话，20 世纪 90 年代就有两位神奇的老人，一位是联邦储备委员会主席格林斯潘，另一位就是美国证券交易委员会主席阿瑟·莱维特。

1993 年 7 月克林顿总统任命阿瑟·莱维特为第 25 届美国证券交易委员会主席，随后在 1998 年 5 月阿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

瑟·莱维特再次被任命，到退休时，他已是任期最长的证券交易委员会主席。在任职于该证券交易委员会主席之前，莱维特先生在华尔街工作了16年，曾任美国证券交易所董事长，是美国国会日报《点名报》的所有者。

在经过了8年与华尔街巨鳄的猫鼠游戏之后，阿瑟·莱维特以一本惊世骇俗的《散户至上》揭露了这个纸醉金迷的名利场无处不在的陷阱。作者以自己的亲历实感告诉投资者怎样才能把一切掌握在自己的手中：投资者该如何正确解读公司财务报告，分析师的建议暗藏何种陷阱，员工股票分红究竟对股东有什么影响，会计师怎样帮企业做假账，公司治理与恶劣的企业文化有何关系等。

在《散户至上》一书中，莱维特写出了投资者必须了解的所有事情。丰富的案例和生动的经验描述，让此书一出版即登上美国畅销书排行榜。这部开启投资智慧的宝典对投资者的教育与保护有多重意义，被誉为"投资避险的防身利器"。该书是自有股市以来，美国证券交易委员会主席第一次为投资者写的专著。它不仅成为投资者的朋友、进入股市的教科书，还成为投资者致富的指南。





《散户至上》一书是号召投资者战胜华尔街的一声号角。在该书中，阿瑟·莱维特含蓄地强调了知识就是力量，为投资者了解公司财务状况提供了有价值的指导，包括从证券市场拜占庭式的运作方式到今天公司监管中存在的缺陷，共同基金的投资者也得到了可靠的忠告。

在《散户至上》一书中，阿瑟·莱维特讲述了自己到证券交易委员会工作的经历，既介绍了他为维护散户利益而做的各种斗争，也对他从事证券业这么多年所见到的股票市场上损害散户利益的种种恶劣行径进行了揭露。此外，阿瑟·莱维特还对散户在股市上如何投资给出了金玉良言。

从阿瑟·莱维特被任命为证券交易委员会主席的那天起，他就视保护个人投资者为使命。到上任时，莱维特已经在华尔街度过了28年，十分熟悉华尔街的文化。事实上，华尔街有两种相互冲突的文化理念。一种以职业道德、诚信、经纪人精神为核心，在这种文化氛围和理念里如果没有个人投资者，市场就无法有效地运行。另一种文化则由利益、欺诈、关联交易行为三者的冲突来驱动，它把华尔街的短期利益凌驾于投资者的利益之上。令人遗憾的是，这两种文化理念相比较，往往是后者遮蔽了前者，占据了上风。

1993年7月，阿瑟·莱维特正式上任，到证券交易委员会工作。那个时候，美国股市行情看涨，牛市已经持续了3年，而且看情形，未来7年还会持续牛市。个人投资者以空前的规模和热情进入股市。从表面上看，一切良好，但华尔街和美国上市公司的许多状况让人感到不安。《散户至上》一书中举了很多这样的例子。

许多首席执政官对股价的关注胜过对公司经营状况的关注。从技术层面上讲，所有的公司都遵循会计准则，但实际上，他们总是尽可能少地向外界披露真实的经营业绩。据称，独立的会计师事务所也和客户勾结起来，试图削弱会计准则的约束作用。如果这样还达不到目的的话，会计师事务所宁愿与客户同流合污——用数字帮公司掩盖真实的经营状况。1993年，会计师事务所1/3的收入是由经营管理咨询业务取得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的，在接下来的6年中，这个比例增至51%。从中我们很容易得出一个结论：审计师的角色已经不再是原有的监管者，而是公司管理层的合伙人。

首席执行官和首席财务官深知，通过拍股评家的马屁可以间接控制股价。于是，有些首席执行官就和他们选中的股评家进行交易，他们向股评家提供收入和产品发展方面的信息，股评家就写对他们公司有利的评论作为回报。这些有选择的信息就会传到机构投资者——共同基金、养老基金及经纪人那里，这样他们又可以向客户推荐这些公司的股票，让客户进行数量可观的交易。股评家因帮助公司赢得投资银行业务而获得的报酬，远远大于其研究成果所能获得的报酬。他们之间这种可怕的联盟，可以为股评家带来收人，但对投资者却毫无益处可言。

共同基金和养老基金能比个人投资者更早地获得有用的信息。由于机构投资的规模性，在买卖证券时，机构投资者能得到更好的服务和更优惠的价格。共同基金成功地把自己装扮为投资者的好朋友，其实共同基金通过一系列令人迷惑的费用安排，用其独有的更微妙的办法把钱从投资者那里拿了过来。基金公司花费数十亿美元的广告费用宣传的是以往的业绩，而不是让投资者了解一些更重要的诸因素（诸如费用、税收和投资周转率）对其收益的影响。

在任职美国纽约证券交易所主席的12年中，阿瑟·莱维特了解到许多投资者对股票市场的运作方式一无所知。在纳斯达克市场上，因为交易商的串通行为，交易者一年要损失10亿美元；在纽约证券交易所，由场内经纪人、特种经纪人和上市公司制定的游戏规则，就是为了保护他们自己的特权，有时甚至以牺牲投资者的利益为代价。因此，阿瑟·莱维特特意写了《散户至上》一书，以指导投资者避开那些不为人知的陷阱。希望能帮助投资者理解在保护其未来的经济利益方面，他们所要扮演的角色。



以保护投资者的利益为己任



阿瑟·莱维特是克林顿时期的美国证券交易委员会主席。在职期间，他始终将投资者的利益视为最高利益。他为证券交易委员会创立了教育和维权办公室，创建了证券交易委员会国际互联网站，使投资者可以免费获取上市公司的信息和数据，获取许多投资者受到教育和保护的信息。

莱维特主席长期以来的心愿之一就是为投资者写一本关于投资教育的书。这个心愿在他挂冠一年后终于完成了。他为所有的股市投资者特别是个人投资者奉上了他的著作《散户至上》。莱维特这本书以自传体形式讲述了他所了解的美国资本市场，他作为投资者、作为券商、作为交易所董事长、作为美国证券交易委员会主席所了解的资本市场。莱维特告诉投资者在进入股市之初如何选择股票经纪人；告诉投资者如何认识基金产品和基金销售；告诉投资者分析师与上市公司之间的利害关系，审计师、会计师、律师执业观念与态度对投资者切身利益的影响；告诉投资者交易所的规章制度是否损害了他们的利益，投资者在保护自己的切身利益时如何与各利益集团作斗争。

在莱维特主席任职的8年中，虽然美国股市一直维持着牛市，但他仍然坚忍执著地为保护投资者的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

益而努力奋斗着。《散户至上》一书中讲述他所挑起的两场战争都是为投资者而战的，没有硝烟却异常激烈、艰苦卓绝、阻力重重。第一场战争以证券交易委员会推出并实施了《公平披露原则》而告胜，结局是美国的投资者可以在同一时间与分析师、券商们公平地获取信息、分享信息。第二场战争中他腹背受敌，没有打胜，似乎以妥协告终，但他通过为投资者呐喊、抗争，也在一定程度上捍卫了投资者的利益。他准确地预言了安然丑闻以及此后多家公司的财务丑闻。他一针见血、毫不留情地抨击了美国的审计师、会计师执业独立性弊端，从而引发了美国会计师行业的变革与革命，使美国推出了著名的《萨班斯－奥克斯莱法案》。该法案对美国及全世界的证券市场产生了重大而深远的影响。全美国、全世界的投资者都将受益于该法案。（李　为）



证交会主席教你避险并反击股市黑幕

阿瑟·莱维特从经纪人到证券交易所董事长的职业经历，使他逐渐意识到证券交易过程中存在着对投资者的不利之处，比如大户会比中小散户更早地得到内幕消息，散户永远跑不过机构和内部人士等。证券业中对中小散户具有欺骗性质的操作使莱维特越来越感觉到有必要对此进行斗争。他的职业生涯中一直充满着这样的斗争历史，而当选为美国证券交易委员会的主席，则给予了他发挥自己影响的最好舞台。阿瑟·莱维特为中小散户尽可能地争取更多的利益，有成功的时候，但偶尔也不太尽如人意。在卸任后，他利用自己的独特阅历写出了《散户至上》一书，揭示了证券交易中存在的损害投资者利益的陷阱，并提醒投资者要尽量避免，从而给中小散户上了最好最深刻的一课，此书发人深省，不可多得。

比如《散户至上》一书第三章“看透分析师”中，阿瑟·莱维特清晰地论述了股票分析师和上市公司之间的勾结关系。股票分析师曾经向投资者强烈推荐某公司的股票，然而在电子邮件中却说该公司的股票是垃圾。他在为其公司发行的股票写出有利其价格上涨的报告的同时，私下里却称这些股票是废物或劣质品。

阿瑟·莱维特得出的结论是想要投资成功，投资者就要负起责任。投资者对此理解得越深刻，得到的有价值的投资经验就越多。相信自己的直觉，没有一位专家、股票市场大师以及财经专栏作家能比投资者自己更清楚应该如何进行投资。（佚　名）



中小投资者的真正朋友



阿瑟·莱维特的童年在布鲁克林的皇冠高地区度过。他和父母以及祖父母住在一所朴实的褐色房子中，家境并不富裕，母亲是普通教师，父亲是公务员。莱维特 1952 年从威廉斯学院毕业，他的专业似乎与证券毫无瓜葛。他学的是戏剧专业，成绩优异，但没有什么硕士、博士之类的学位，这在律师、博士遍布的美国是很少见的。莱维特在空军当过两年兵，后做过杂志编辑，办过报纸，

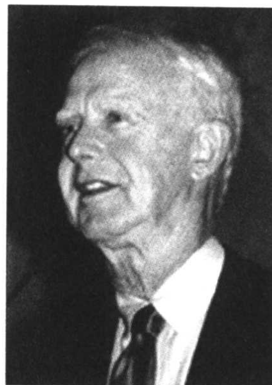
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在堪萨斯城做过卖牛的生意。

阿瑟·莱维特的父亲坚持民主党派的政治观点，在财政政策上持保守态度。他六次以民主党人的身份被选为纽约州的审计主管，除此之外，他从不参与党派活动。1978 年的一天，阿瑟·莱维特的父亲在纽约州议会大厅遇上纽约市长爱德·科克，当时的纽约市在 3 年前勉强走出破产阴影，却又面临再一次财政危机。爱德·科克市长以为动用州退休基金是解除困境的唯一途径，然而阿瑟·莱维特的父亲断然拒绝。于是市长走到他面前威胁道："如果纽约市破产，你要对此负责。"市长的恐吓使阿瑟·莱维特的父亲极为不快。不一会儿，他便出现轻微中风病态，数小时内无法谈话。这件事只有与他关系最密切的同事知道。幸运的是他不久就康复了。由于阿瑟·莱维特的父亲舍身忘我地保护那笔退休基金，纽约市政府最后只得靠发行由联邦政府担保的市政债券才获得解决危机的资金。这件事使阿瑟·莱维特感悟到，在保护投资人方面，没有一个政党的所为能胜过诚实公仆的良知。

阿瑟·莱维特是在 20 世纪 50 年代末 60 年代初进入金融界和政界的，最初他向需要避税的富裕人家销售牛和牧场。1960 年国家税务局试图取消避税人的利益，于是，他加入全国牧民协会，想努力保护这项优惠政策。在一次拜访准客户彼得·施韦策时，彼得·施韦策的一席话改变了阿瑟·莱维特的一生。彼得·施韦策那时是一家公司的高层主管。他对阿瑟·莱维特说：阿瑟，如果你能售牛，你卖股票也一定卖的好"，他告诉阿瑟·莱维特，他的女婿阿瑟卡特和一群朋友着手开办一家证券公司，他们正在物色合适的合作伙伴。阿瑟·莱维特当时年轻，充满了理想，想在华尔街出人头地。于是，他找到卡特，与他的小公司签订了协议。他第一次成为股票经纪人是在 1963 年，一开始他与散户打交道，学着如何经营华尔街上的证券公司。正因为经历了这些风风雨雨，他经手业务的散户投资人已有数千之多，他先是以普通经纪人身份，而后是以希尔森·海登·斯通公司总裁的身份与他们交往，希尔森·海登·斯通公司是阿瑟·莱维特原先所在的小公司，是历经了数次兼并收购后成立的公司，到 1978 年他离开时，它已成为全美最大的证券公司之一，最后被花旗集团收并。

莱维特在华尔街奋斗了 16 年，进入证券交易委员会以前，他已成为全美最大的投资银行的执行总裁，并在美国纽约证券交易所主席的位置上坐稳了 12 年。离开证券交易委员会之后，莱维特成为多家著名公司的私人顾问和董事，并为美国著名的信息公司彭博公司的一份电子杂志做主编。



阿瑟·莱维特

这份杂志为股票投资者做咨询和顾问，莱维特在这里又找到了为投资者服务的平台，这是他人生最大的快乐。

1992 年，克林顿上台近 6 个月时，他推选莱维特为证监会主席。莱维特之所以被提名为证监会主席，是他的华尔街经纪人与白宫打交道的经历起了作用。还有一个重要的原因，是他和其他 21 位高层人士在纽约市为克林顿竞选晚餐会筹款 75 万美元，而且就在克林顿 1992 年接受提名前。

美国顶尖投资人沃伦·巴菲特曾经说过，在他所见过的人中，能称得上是中小投资者真正朋友的，非前任证券交易委员会主席阿瑟·莱维特莫属。莱维特的目标是坚定不移地让市场为所有投资者的利益服务，不论其投资规模的大小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从克林顿总统任命他为证监会主席的那一天起，他就下决心视保护中小投资者利益为己任，他也期望通过无党派之争的方式进行改革。阿瑟·莱维特 1993 年 7 月到证监会任职时，市场连续 3 年向好，接下的 7 年都如此。其部属为他总结了 4 条成绩：加强了对投资者的保护；改善了地方政府债券市场；严格了对证券经纪人的要求；并且加强了美国资本市场的国际地位。作为美国证监会主席任职期间最长的一位主席，阿瑟·莱维特使华尔街与散户投资者更了解了他们的责任和权利，后又出任 AIG 董事会顾问等职，为美国的金融市场做出了重大贡献。



第一章　怎样才能像经纪人一样气定神闲



“如果他们持有，你就抛出；如果他们抛出，你就买入。”这是 1963 年我加入卡特的经纪人公司时，华尔街流行的一句玩笑话。应该说这句话是半开玩笑半认真的，它揭示了经纪人对客户的冷漠态度。经纪人的职责就在于根据客户的资金来源和投资目标，向客户推荐买进和卖出的证券。他们会提供各种股票、债券、共同基金以及像可转换债券和单一股票期货这样的衍生金融工具，形成一个适合客户需求的投资组合。这样看来，经纪人像聪明的财务专家，但首先也是最重要的一点，他们是销售人员。经纪人对其所代理账户的每个交易都是要收取佣金和服务费用的，他们希望投资者买入没有的股票、卖出所持有的股票，因为只有那样，才能为他们自己和他们的公司挣到钱。即使投资者赔了钱，他们依然能挣到佣金。

佣金的形式有多种。在股票交易中，佣金是从所交易股票的价值总额中按照一定的百分比提取的。一些共同基金在购买时收取手续费，称为前端收费，或者销售费用。还有一种类型的佣金是后端收费，也称为延期销售费用，是在投资者赎回基金股份的时候支付。债券交易不收取佣金，他们通过发行债券来赚取收益，也就是从投资者购买债券的价格与公司承销债券的价格差中获取利润。

伯克希尔·哈撒韦公司的首席执行官沃伦·巴菲特，是我所认识的投资者中最精明的一个。他对经纪人面临的上述冲突非常了解。他总是喜欢说，任何一个经纪人，只要在 1965 年到目前这段时间里推荐客户买入并持有伯克希尔的股票，就会让他的客户发大财。1965 年以每股 12 美元买入的伯克希尔股票，在 2002 年 4 月的市值已增加至每股 7.1 万美元。但在此过程中，经纪人如果真这么做也会饿死。巴菲特在 20 世纪 50 年代早期，曾在他父亲的位于内布拉斯加州的奥马哈经纪人公司工作。这段经历让他认识到“经纪人并不是投资者的朋友，倒更像是一位按照病人换药频率来收费的医生，他的报酬更多来自于他想要推销的东西，而不是让你感觉更好的东西”。对于他的看法，我完全同意。在华尔街做了 16 年的经纪人，我感受到压力，也看到了弊端。

我在 CBW 经纪服务公司工作的时候，努力想让自己进入华尔街最成功的经纪人阶层，无数个周末我都会听到一句尖锐刺耳的话：“莱维特，难道你只能做这些？”我们总共有 11 个人，办公地点位于百老汇大街 60 号，纽约证券交易所的附近，面积将近 80 平方米。我所有的时间都用来买卖股票证券以及寻找想要上市的公司。

我加入证券公司的时候，正是美国经济的黄金时期。从 20 世纪 50 年代开始，经济繁荣发展的势头一直持续到 60 年代末，很多公司为了扩张发展都要到华尔街来融资。因为就业机会的增加和全面的经济繁荣，人们的财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

富也大大增加，他们成群结队地来到证券市场寻找轻松的赚钱方式。大家都头脑发热，显得鲁莽而性急，我也想成为其中的一员。那个时候，尽管没有在华尔街从业的经验，我也开始立即打电话给潜在的客户。

合伙人之间的竞争是很激烈的。我们在同一间办公室里工作，因此我们也就可以互相监督。在阿瑟·莱维特的办公桌上有一本绿色的活页记事本。上面记录着我们每个每星期所负责的销售总额，即销售总量。每个星期一的早上，看到空白的日历，我都感到害怕和恐惧，担心地想怎样才能完成让人望而生畏的 5000 美元的销售额。每个星期五，我们都要回顾一周以来的成绩，总是有很多的责备和不满。如果我不是最差的一个，我也会和别人一起指责最差的那个人。

我们的任务是竭尽全力完成销售总额，并利用成熟的销售技巧引入新的经纪人。但是在 20 世纪六七十年代的华尔街，不存在对经纪人的培训工作。经纪人今天被录用之后，第二天便要给陌生客户打电话。只有少数的几家公司有研发工作，但也是很原始很低级的。经纪人的起薪很低，这迫使经纪人从一开始就体会到，要想在这一行生存下去，就要敢作敢为，有闯劲。而在佣金的驱动下，尽管监管者明知那些在股市发迹的经纪人违反了规则，也会装作没看见。

现在整个证券行业比以往更为复杂。经纪人向客户售出储蓄、退休、投资等产品，以及保险、不动产和保值工具来规避风险。美国有一半以上的家庭在证券市场进行投资，经纪人对个人投资者的责任比以往任何时候都显得重要。

投资者必做的功课

要想投资成功，投资者也要负起责任。投资者对此理解得越深刻，得到的有价值的投资经验也就越多。

首先，在形成一个具体的投资策略之前，不要轻举妄动。这个策略的第一步是投资者和投资顾问共同制定一个财务计划，无论这个顾问是注册金融策划师、投资顾问还是经纪人。计划应该列明投资者的投资目标，例如，是为购买新房子或游艇挣足额的钱，还是供子女上大学或者是为了退休后能过上舒适的生活。计划还要包括个人资产负债表，清楚描述投资者所有资产和负债的情况，例如，投资者家产和银行账户中的存款以及投资者的全部负债（住房贷款和个人借贷）的情况。最后，计划还要说明投资者每个月准备用于储蓄的钱。

投资者弄清楚自己的净资产并决定了投资额度和投资目标之后，更重要的一个决定是投资者能承受的风险程度如何。这是投资者和投资顾问应该讨论的重要问题。不要觉得不好意思，投资顾问需要尽可能地了解投资者的投资条件和目标，也需要知道投资者进行投资时是风险厌恶者还是风险喜好者。如果投资者损失了初始投资的 10%，感觉会怎么样？损失 25%时的感觉呢？如果任何的损失都让你觉得心痛的话，投资者就要坚持低风险的投资，例如，投资一流公司（规模大并且有更多可靠利润来源的公司）发行的股票或债券。但如果是在损失了 10%或 25%之后，仍然可以进行大胆投资（在期望股市会像历史上出现的那样行情反弹的情况下）的风险喜好者，就可以考虑将资金的一部分投资于规模较小但是发展迅速的公司。经纪人也要利用这个信息来确保他们遵守全美证券交易商协会的“适宜性”原则，这个原则要求经纪人只能向投资者推荐适合其风险承受能力、财力状况和投资目标的证券。

一般来说，高风险、高收益，一旦有损失也会是较高的。新开办的公司的股票，以及诸如亚洲和拉丁美洲这样的新兴市场国家公司的股票风险比较高。低风险的投资，如政府债券，在初始投资之外，投资者可以保证获得稳定的利息收入。因此政府债券和许多公司债券对于快要或者已经退休的投资者来说，很有助于他们获得稳定的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

收入来源，但是通货膨胀会使投资者这些收入的购买力降低，进而变相地使收入减少。

投资者和投资顾问还要讨论的一个问题是投资的多样化，也就是说，不要将所有的鸡蛋放在一个篮子里。如果经济中的某一个行业很兴旺，投资者倾其所有投资其中，一旦这个部门遭遇萧条，投资者就很可能血本无归。2000~2001 年间，科技股跌至谷底的时候，许多投资者已经得到了惨痛的教训。由股票、债券和共同基金组成的投资组合，外加投资于容易转换成现金的诸如货币市场账户的资金，这就是多样化的投资。如果投资者所在的公司有利润共享计划，或者有以公司股票形式赞助的养老金计划，投资者则要确保自己账户投资的不同行业公司发行的股票，和自己公司的股票保持适当的比例。

要成为一个负责任的投资者，你还必须努力做如下的功课：不断阅读有关投资必须掌握的所有信息。包括季报、年报、招股说明书、对账单及更多的资料，阅读之后保存起来。即便你一向把所有的东西随便塞在一个大夹子中，也要全部保存起来。对每一份对账单都要进行检查以确认它和买卖记录以及投资者被告知的佣金数额相符。如果投资者和经纪人有分歧，就会用到这些对账单。或者在投资者可能因为其投资的共同基金出售了一部分份额而要缴税的情况下，也会用到它们。如果投资者出售股票，从买卖差价中获得的收入就要缴纳资本收入所得税，投资者可以从中扣除支付的佣金成本。在一年的时间里，随时都可能有以邮件形式发送的有价值的信息到达投资者的手中，而不仅仅是在缴税的时候才发给投资者。

阅读邮件中的财务信息并及时掌握财经信息的动态，也是重要的功课。投资者每季度将自己的投资组合与适当的指数相比较的做法是很明智的，例如，如果持有美国国内的股票就和标准普尔 500 指数作比较。但是不要对电视中大量的财经信息、财经快讯和网上的信息，给予过多的重视。

投资者不需要一天 24 小时关注哥伦比亚国家广播公司（CNBC）或者仔细研究报纸上的财经报道，甚至于每天关注所持有的股票的涨跌情况也并不是什么好事。在投资者计划很快就要退休的情况下，应该对投资计划作长期的、大约 10~20 年的打算。周末固定地阅读报纸上的财经内容或商业杂志，可以让投资者很好地把握影响整体经济形势以及投资者投资的特定公司的发展趋势。

这并不等于说投资者不需要了解影响其财务状况的重要事件，相反，对这些投资者一定要了解清楚。但是如果投资者有了一个投资策略并坚持下来，而且投资者能不定时地和投资顾问接触，了解投资进展状况和投资成效，就无须花费大量有价值的业余时间观测股票市场和网络了。

记住：相信自己的直觉。没有一位专家、股票市场大师以及财经专栏作家能比投资者自己更清楚应该如何进行投资。



第四章　《公平披露规则》：禁止传播内幕消息

内部交易

证券交易委员会考虑以内部交易的罪名诉讼有上述行为的公司。综合来看，证券交易委员会的执行部门掌握的证据已经有厚厚的一沓，都涉及有选择披露，可以此为凭证来提起诉讼。但是律师整理了他们的证据后，我们意识到我们的能力不够。在 1983 年德克斯证券交易委员会案件的审判结果中，最高法院规定，要想指控内部交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

易，证券交易委员会必须能拿出证据，证明提供内部信息的公司内部人员是因为接受了个人利益而违背诚信原则的。这里所说的个人利益可能包括现金，也可能是指声誉的提高。这个规定对证券交易委员会来说是一个很大的障碍。

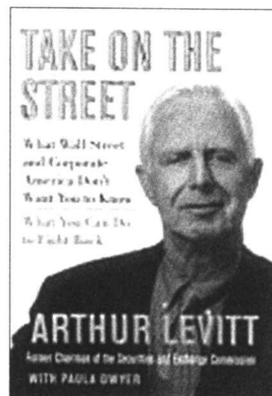
如果一个公司的首席财务官暗示朋友和家人公司即将进行的购并，他的朋友和家人又利用这个信息进行了交易，这就是内部交易。但是德克斯案以后，许多证券业律师认定最高法院为公司向分析师透露有关重要事件的信息亮了绿灯，因为公司从自身的利益出发希望分析师的报告准确无误。信息泄露的受益人是公司，而不是实际泄露信息的那个人。实际上，法官认为分析师的工作就是从可能发生的事件中尽可能地搜集信息，然后提供给市场上的投资者。大部分的专家甚至认为分析师根据泄露的信息进行交易是合法的。

然而在我看来，这是不正确的。1998 年中，哥伦比亚大学的法学教授哈维·戈德施米德，同意请假 18 个月担任我的法律总顾问，建立一个专门小组来研究《公平披露规则》。起初，戈德施米德领导的小组在内部讨论是否可以凭借"有选择性的泄露重要信息是对市场的欺诈"这一理论，申请强制执行判决的诉讼。要想提起诉讼，我们就要扩展最高法院关于个人利益的定义，这样一来，就能将有些公司里管理人员通过信息泄露讨好分析师获取个人利益，而分析师又反过来利用这些信息进行交易获取经济上的利益这样的行为包括在内。戈德施米德认为这有可能，但是难度很大。当时戈德施米德的代表，后来成为证券交易委员会法律总顾问的戴维·贝克却认为这不难。"应该就像瞄准在桶里的鱼一样简单。"他在一次会议上说。但是业外的法律专家，如戈德施米德在哥伦比亚大学的同事约翰·卡菲，却认为这样的想法是极其错误的，联邦法院不可能允许证券交易委员会扩大德克斯案和其他案件的适用范围。

最后，证券交易委员会未点燃"内部交易"这把火，这不仅仅是因为它在法律上的不确定性。我们一致认为新的判例案件会在公司和分析师中间造成恐慌心理，会严重影响信息流动。为了避免承担责任，不安的企业律师当然也会警告他的老板中断与分析师的联系，否则，他们有可能会因为内部交易遭受严厉的制裁。这些制裁包括监禁，附带额度为非法收入 3 倍罚款的民事责任，以及被判为欺诈罪。

我们又回到了起点。在我们需要采用一个不同方式的时候，戈德施米德找到了一个。他放弃关注内部交易条文，转向证券法中有关规定证券交易委员会对上市公司和市场沟通关系进行规范的条文。如果证券交易委员会可以要求公司在股票发行之前，在上报证券交易委员会的文件和招股说明书中对重要信息予以披露，或者是规定在公司向证券交易委员会提交上市注册申请后，遵守 25 天的安静期股票才能上市交易的规定，那么为什么不要求他们同时向所有的投资者公开重要信息？这是一个新奇大胆的想法，但看起来还是可行的。证券交易委员会开始不动声色地研究这一规则运作的细节。

快要到 1999 年中期的时候，代表华盛顿大约 700 多家经纪公司和投资银行公司的证券业协会，听到了证券交易委员会工作的风声，并开始拉响警钟。但是证券业协会想要阻止我们也是有难度的，尤其是他们还不清楚我们正在干什么。接着，1999 年 12 月 15 日，证券交易委员会提出一项规则，称之为信息《公平披露规则》。我们特意起了这么一个名字，目的是让我们的对手在反对的时候要三思而后行。这个提议所引起的骚动到目前为止是我在证券交易委员会经历的最大的一次。



《散户至上》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

证券交易委员会被评论淹没了——超过6000多份的评论，是证券交易委员会历史上最多的一次。业内的评价几乎一致地否定，而公众的评价几乎一致地肯定，这件事给我留下了极其深刻的印象。



第七章 注意交易过程

投资者曾经想过在向经纪人发出委托买入股票的订单，或者点击“发送”将交易订单委托给在线经纪人后，会发生什么事情吗？如果投资者认为订单直接到了纽约证券交易所或者是全美证券交易商协会的计算机网络的话，那就得再想一想。订单的经历是很少人知道的华尔街的秘密之一。许多订单是在交易场外互相撮合，然后再汇总到某一个交易所。买入股票的成本往往高于投资者实际支付的每股股票的价格。成本取决于投资者订单执行的地点和时间。有时候这个交易“成本”高于购买股票支付的价格，因为经纪人没能以最佳的卖出价在市场上撮合投资者的订单。如果经纪人或他提交订单的交易所延缓了执行投资者订单的时间，或者是股价的变动和投资者的预期相反，都会导致较高的交易成本。其他导致交易成本提高的情况是经纪人可能会将投资者的订单发送到没有形成最佳交易价格的市场，因为他为此收取了报酬。

投资者是否静下心来想一想由谁向每天在纽约证券交易所大厅里闹哄哄地跑来跑去的成群的人支付报酬？还有全美证券交易商协会市场里电子屏幕后的成千上万工作人员的报酬是由谁来支付？如果投资者认为是经纪商或者是其他的第三方，那就又错了。保证市场顺利运转的中间商、大厅里的办事员、通信设备以及其他的电子设施，它们的费用都是由作为投资者的你来支付的。成本可能并不明显，它可能藏在投资者支付给经纪人的佣金里，也可能包括在投资者为买入股票支付的更高的价格里。但它是的的确确存在的。

投资者的订单没能找到最佳的价格进行交易的成本，以及处理投资者交易的交易所和各种各样的中间商索取的成本，一起被称为交易成本，这些是投资者无法控制的成本。但是现在情况正在变化，交易成本引发了目前的很多争论和分歧，也是纽约证券交易所和全美证券交易商协会竞争的内在根源。在这两个市场中都存在传统的证券交易所与新的电子网络的对立，大型的投资银行与交易所以及小规模投资者与机构投资者的对立。

在本章中，投资者可以学到有关交易成本以及交易成本对投资者产生影响的方式的所有知识。投资者也能了解到股票市场最近的结构性变化，有些甚至是影响交易成本的革命性变化。我会分析纽约证券交易所和全美证券交易商协会的不同之处，分析中间商的角色（比如纽约证券交易所专家经理人和全美证券交易商协会的做市商），以及被称为电子通信网络的新奇系统的重要性。简而言之，在这里投资者可以了解股票市场的交易流程。

投资者应该如何做

作为一个个人投资者，你可能认为这些对你不重要，但是这样想并不对。一旦投资者明白了市场结构，就有可能更好地指导经纪人将你的订单发送到能提供更好的流动性、更快的撮合速度以及更低的交易成本的市场。

但是投资者究竟该如何做呢？

新的证券交易委员会法规要求所有的市场和经纪人在网上公布他们是如何履行客户订单的，这些信息最利于个人投资者了解他们的订单如何履行以及履行成本是多少。来自于各市场（包括纽约证券交易所的场内特种经纪人、纳斯达克做市商和电子交易系统）的数据，能够显示那一市场的平均价差、订单撮合速度、投资者的成交价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是否改进和未能撮合的订单数量。每个市场每月都必须披露这方面的信息。这些信息能够帮助投资者选择更加适合自己的市场。通过这些数据，经纪人和市场能够知道他们的排名以及各自的竞争优势。如果投资者对哪种股票感兴趣，也可以通过这些信息来比较上个月各市场该股票买价和卖价的价差。

通过比较各市场提供的报告，投资者可以看到哪个市场履行订单的速度最快，哪个市场为了得到更多的利润推迟履行订单。通过券商每季度提供的数据，投资者还可以知道发送到每个市场的订单比率。券商还须披露它们是否和这些市场有经济上的联系，它们是否通过将订单发给它们下面附属的做市商，而使订单内部运作。券商可以在它们的网站上公布这些数据。

要让经纪人知道你希望订单得到最佳成交原则。记住，这是经纪人的法定责任，而不只是一个崇高的目标。问问你的经纪人准备把你的订单发送到哪个市场，原因何在，以确保它是以成本最小化的原则寻找合适的交易所和电子交易系统来实现你利益最大化的目标。一定要向你的经纪人索取定制的报告从而了解你的订单发到何处，是否得到了最优价格，以及履行订单所花费的时间。经纪人是向你收取一定佣金的，一定要让这笔佣金花得物有所值。

投资者买卖股票时，最好使用限价订单（明确规定只有在特定价格或更好的价格进行交易的订单），而不要使用市价订单（没有规定特定的价格，只要求按照现行市场上最优的价格进行交易的订单）。使用限价订单，即使在下单与成交时间内价格发生了很大的波动，你也不会遭到太大的损失。

同时应该记住，使用限价订单虽然可避免让你购买股票多付出高于预期的钱，也可能导致你的订单无法成交。纳斯达克和电子交易系统屏幕上的报价是非常有诱惑力的，但是能够交易的股票数量却是有限的。一定要在希望得到的订单价格和交易的股票数量之间作出一个权衡。如果你特别想买入这些股票，就该以高于限价订单的价位下单，你成交的机会就会很大。

如果投资者追求快的交易速度，可能就会放弃更好的价格机会。许多经纪人认为如果他们以最快的速度或者在15秒内执行了订单，就完成了最佳成交的任务。例如，Island电子交易平台规定如果经纪人在60秒内无法执行订单的话就不收取佣金。如果投资者想等待更好的价格，就不要追求快的交易速度。一定要使经纪人明白你更看重的是什么，更好的价格还是更快的交易速度。一定要求经纪人解释他在分析有关订单执行数据以后选择某一家特定的市场进行交易的原因……

由于使用了小数制，订单转介费减少了。但是一定要问清楚经纪人有没有因为得到了报酬或者其他方面的原因，将订单转介给特定市场，如果有的话，你要他说明为何这个市场优于别的交易市场。你可以质问经纪人为何没有将全部转介费或部分转介费退还给你，最起码的，你有权要求经纪人在获得订单转介费的时候，努力为你的限价订单争取一个更好的价格，以使转介费花得值得，毕竟，这项回扣本来就是你的钱。

最后，如果投资者认为订单没有得到最优成交，可以和券商的客服部联系并申诉。如果没有得到满意的答复，一定要让客服代表知道你一直关注着这项交易流程，让他明白尽可能为客户提供最好成交是券商的法定责任。现在，我简单地向你介绍了美国股票市场的一些基本结构，可能投资者以前并没有在意。放松一下，你不必要成为这方面的专家也能买卖。不过，这些知识能够帮助你了解幕后的玩家是谁，他们的动机是什么，你怎样施加压力才能使你的利益得到优先考虑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《非理性繁荣》



【美国】罗伯特·J·希勒（1946～ ）

新闻媒体对于股市报道中的一个又一个新高已经感到厌倦了，在股市未来展望的讨论中也很少提及当前股市所处的高度。然而人们在内心深处都明白股价过高，并因此忧心忡忡。

我碰到的大部分人，不管从事什么职业，都对股市达到这样的高度感到迷惑。我们不知道这种股市高度是否合理，不知道高股价是否真是所谓非理性繁荣——人为作用的结果。我们不知道造成这一切是否确为盲目的乐观，这种乐观态度渗透进我们的思想，影响着许多重大决定。我们不知道股市如果突然回调会出现什么样的后果，也不知道曾经有过的市场心态是否还会回来。

甚至似乎连阿兰·格林斯潘也不知道这些问题的答案。在我向他和美联储董事会证明股市水平不合理性后的第二天，他发表了“非理性繁荣”的演说，可是仅仅几个月后，他又站到了乐观派的一边，提出了当今经济和股市“新时代”的说法。事实上，格林斯潘对公开言辞一向十分谨慎，他从来没有明确表示过赞同或否定任何一方的观点。格林斯潘就像是一个生活在现代社会里的满口哲理谜语的先知，与其说他在发表意见，不如说他在提问题。在其评论的公开注释里，这些问题就这么不知不觉地被提了出来，甚至他自己也不知道答案。

——引自《非理性繁荣》



2000年3月初，美国道琼斯指数在短短几周之内由历史最高纪录11700点下跌了近20%，同时纳斯达克指数也遭受了重创，由2000年3月24日的5078点跌至4月17日的3227点，其跌幅超过30%。人们在惊恐之中忽然想起了一本在一个多月前刚刚出版的新书——《非理性繁荣》。这本书的作者很早就预测到了纳斯达克将会是一场史无前例的泡沫，作者将此前节节高升的美国股票市场称作是“一场非理性的、自我驱动的、自我膨胀的泡沫”。由此，这个被称为股市预言家的人成为美国经济学界和金融界关注的焦点，他就是罗伯特·J·希勒。

20世纪90年代后期，美国的股票市场在新经济神话的刺激下呈现出前所未有的繁荣状态。在投资者高涨的投资热情刺激之下，美国股票市场的道琼斯指数、标准普尔500指数以及纳斯达克指数不断创造历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

史新高。作为一名经济学家，耶鲁大学的罗伯特·J·希勒教授以其敏锐的洞察力发现了这表面繁荣背后所隐藏的危机。在2000年，希勒教授推出了一本面向大众读者的新书《非理性繁荣》。过去，人们习惯用“泡沫”一词描述华尔街股市的特定状况，但罗伯特·J·希勒教授经过深入思考之后，认为这个词对特定状况的表述并不准确，没有准确表述对象的根本特征，对于股市特定状况表述宜运用另一个更加贴切的词取而代之，这个词就是“非理性繁荣”。

在《非理性繁荣》一书中，希勒教授指出在20世纪90年代末期，美国股票市场指数大幅上涨是脱离实际经济运行的反常现象。就在这本书问世之际，美国股市发生了巨震。这使得公众对《非理性繁荣》一书兴趣大增，争相购买。同时，《商业周刊》、《纽约人》、《纽约时报》以及《金融时报》等媒体对此书也大加赞赏，纷纷发表正面评论。该书还被《纽约时报》评为当年非小说类的最畅销书，而作者罗伯特·J·希勒教授也因此成为了媒体的宠儿，在此后短短的两周之内，他频频在CNN、ABC以及PBC等电视台的王牌财经节目中露面。





在20世纪90年代，行为金融学取得了重大的理论进展，从而逐渐为经济学的主流接受。在这期间耶鲁大学的经济学教授罗伯特·J·希勒做了许多重要的工作。然而，这些工作只限于学术界之内。真正让公众了解行为金融学却是罗伯特·J·希勒教授在2000年出版的那本畅销书——《非理性繁荣》。

《纽约时报》称《非理性繁荣》是一本惊世骇俗同时也备受争议的书，是继杰里米·西格尔1994年的《长期投资》一书以来，关于股票市场的最重要的著作。希勒教授的学术专著中向来充满着复杂难懂的随机方程和金融学术语。然而在20世纪90年代中后期，当希勒教授以其敏锐的洞察力发觉到当前美国股票市场的情况严重脱离实体经济时，他感到有必要写一本面向公众的书来帮助他们认清当今股市的复杂本质。



罗伯特·J·希勒对未来的金融发展提出了六个需要强调的方面

第一，个人生计保险，也称个人保险。主要是保护个人的职业收入、房屋财产。随着医疗保障和医疗体制的不断完善，人们对职业生涯风险尤为关注，新技术和核心技术带来的失业、职业的变迁，是人们面临的最大风险。

第二，宏观市场。即形成一个庞大的与国家收入、职业收入和房地产一类的低流动资产相关的国际长期市场。可以开发一种GDP的宏观市场。这不仅是一个国内性的宏观市场，还应该是一个国际性的宏观市场。

第三，收入相关贷款。即个人利润和收入利润挂钩。

第四，收入不平等保险。即对收入不平等的相应调整，这种自动收入不平等保险体系有助于纠正收入税收系统造成的各种问题。

第五，跨代社会保障。世界老龄化问题为跨代社会保障的出现提供了机会。跨代社会保障不仅要考虑老年人的保障问题，而且要考虑到年轻人的保障问题。

第六，有关风险管理的国际协议。即国家与国家之间的风险互换，主要是指国家与国家间的风险共担，把很多国家的风险集中在一起，使一些风险由多个国家共同分担。

有学者将希勒的主张戏称为是六大金融科幻或金融浪漫主义。有人甚至发出这样的疑问：假定希勒的构想都能实现，把我们所面对的风险都近乎理想化地分散掉了，如果人生真的一点风险都没有，那么人生还有什么意义呢？但是，正如中国著名经济学家吴敬琏所指出的那样：希勒主张的精髓不在于消灭确定性，而是要为各种不确定性创造一个市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于是，经过他几个月的努力，《非理性繁荣》于2000年4月正式与读者见面了。

在这本一经出版就在华尔街引起轩然大波的书中，希勒教授提出了他对当时美国股市的看法。他认为当时的股市中存在着严重的投机泡沫，投资者对股市的过分狂热使得市场价格处在不合理的高位，并且还在不断攀升。然而，这种情况不可能持久下去，在未来的10年或20年里，股市的前景将会非常惨淡，甚至十分危险。希勒教授在书中为上面的论点给出了充实而详尽的论据：

首先，通过对美国股市近130年来市盈率指标的比较，希勒教授指出，目前的美国股市市盈率正处于有史以来的最高点。这种市盈率高峰在美国的历史上也曾经出现过，分别是在1901年、1929年和1966年。然而，每一次高峰过后总是伴随着长达10年或20年的股市低迷状态时期。从历史经验来看，我们实在没有理由为当前的股市高价拍手叫好。

希勒教授还进一步分析了造成当时股市高价的结构性因素、文化性因素和心理性因素。互联网经济的兴起、生育高峰的影响、媒体对于财经信息的关注以及金融市场的创新都导致了投资者对于股市的乐观，尽管在许多时候，这些乐观是毫无根据的。同时，自发放大机制的存在使得投资者往往不能及时地认识到他们决策的错误，结果就是股价从一个不合理的高点被推向另一个更高同时也就更不合理的位置。

在文化因素方面，新闻媒体充当了一个不光彩的角色，众多新闻媒体的狂轰滥炸总是在夸大信息本身的影响。在发达的新闻媒体面前，投资者变得无所适从，从而无法对当前的情况形成理性的判断，不知不觉中新闻媒体充当了投资性泡沫放大器。然而当时社会中充斥的各种乐观主义思想为放大器发挥作用提供了最好的润滑剂。在20世纪90年代末期，“新时代”、“新经济”等字眼成为了许多媒体的最爱。新时代与新经济代表着我们可以不需回顾历史，因为现在与历史已经没有相似之处了。同时，这些字眼也意味着我们要心安理得地接受目前的一切，如果对其提出疑问的话，那么一定是你的思想还停留在旧有的思维模式上，是你错了而不是现实错了。这一点与那些强调市场有效性的理论似乎是一脉相承的。然而，翻开历史，新经济、新时代之类的字眼早已经被我们的前辈大量地使用。在20世纪里，如果除去两次世界大战的影响，几乎每隔20年人们都会高呼新时代的到来。然而，这些新时代总是以更加严重的新问题的出现而结束，从而达到人们鼓吹所应该达到的水平。

严谨的心理学研究显示，的确存在一些充当股市依托的人类行为模式。当人们无法利用掌握的信息进行理性判断时，他们就会依据这些行为模式行事。例如，雇员们通常乐于投资本企业的股票，而不采取分散化投资的策略。同时，人们还存在着信心过度的倾向。这使得他们在没有完全了解所有信息之前就草率地进行决策，这与传统金融学中对人类的理性假设存在着根本性的偏差。更重要的是，人类的心理同时存在着不稳定的因素和从众的倾向。

不稳定的心理，或者应当说具有跳跃性特征的心理，可能会使人在一夜之间对相同的事物产生截然不同的判断，而从众的倾向又有可能使得这种跳跃性心理的影响范围急剧放大，从而导致整个群体行为的不稳定。这是典型的行为金融学的观点，用这种观点来解释突然性的股灾似乎更具有合理性。

希勒教授通过《非理性繁荣》向世人提出了警告，不要轻信现实中的繁荣景象，它完全有可能是非理性且难以持久的。2000年初美国及全球股市的大幅下跌似乎验证了希勒教授的说法。这使得越来越多的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

众了解到行为金融学并对之产生了兴趣。《非理性繁荣》为行为金融学和希勒教授带来了成功，不过对于行为金融学本身来说，它还有相当长的路要走。



以投资主体的多元化寻求理性繁荣



罗伯特·J·希勒教授的《非理性繁荣》一书虽然不是一部高深的理论著作，但这部书也许会产生比一部纯粹的理论性著作更大的实际价值。从一个中国读者的角度来看，我觉得可以从两个不同的层面来品评这部书。

在第一个层面，我们可以把它作为一部经济学的普及读物，但是，千万不要把它当成如今充斥街边书摊的炒股"密经"。作者像一位冷静的医生，追本溯源地诊疗了股票市场的高热症。作者在书中所描写的种种似是而非的"理性"行为，在当今中国的股票市场上又何尝不曾有之？远的不说，且看当年的"股市之争"，一位德高望重的老经济学家，用他那把"冷冰冰的手术刀"在股市的病体上轻划3刀，只因一下切中个中事机的痛处，便招来阵阵明枪暗箭的讨伐。"著名青年经济学家"高擎"捍卫中国股市"的大旗，驾着令人陌生的逻辑战车，振臂三呼，一时间应者亦众。虽说如今硝烟已散，但是读罢此书，却使人不由得再次回想起这场讨伐。领军者何以义愤填膺自不待言，可为什么一时间应者甚众呢？现在，我们终于可以从这本书中找找答案了。

在中国现今的股市中，庄家有庄家的能耐，散户有散户的招数，这早就不是什么秘密，但结局却总是有亏有赢。可是既然如此，为什么总是有人要甘冒蚀尽本钱的风险，非要拿出他那一点菲薄的收入去股市里"跟庄"呢？《非理性繁荣》一书给了我们一个全景式的答案。这本书从市场结构、社会文化和社会心理等角度，深刻剖析了股市中的种种"非理性"的投资行为。

在作者看来，无论是机构投资者还是个体投资者，都难以摆脱各种"非理性"因素的影响。即使投资者是在追求理性的目标，往往也是难以实现的。作者从市场本身的特征、社会文化和社会心理学三个角度总结了非理性投资行为产生的原因。我们当然不能说投资者是赌徒，可是谁敢说自己没有丝毫赌心？亏了的想翻本，赚了的还想赚得更多，市场就这样被自我放大、自我增强起来了。开始的时候谁都挺自信，觉得自己肯定能赚钱，也就是希勒所说的信心过度，可是几次波动下来，又觉得还是随大流走最保险，于是，"社会传染病"也就随之产生了。这部书总结了社会心理学对这种现象的分析，使人颇受启发。

在第二个层面，我们还可以把它作为一部拓展经济学理论研究前沿领域的启示录。这是一部探讨股票市场中的投资者个体行为模式的著作。我觉得，它即使称不上是一部资本市场的微观经济学，至少也可以说是为这一领域的微观经济学作出了贡献。

由于以上原因，我觉得，希勒的这部书无论是对一个普通的投资者，还是对一个经济理论工作者而言，都会带来很多有益的启发。投资者个人需要有效地规避风险，国家的整个资本市场体系更需要成功地规避风险，这就需要我们共同努力，建设一个没有欺诈、没有煽动、没有轻信、没有盲从的资本市场，为社会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也是为个人寻求理性的繁荣。（李绍光）



理性繁荣还是非理性繁荣，这是个问题

2002年1月5日，美联储公布的一份薄薄的会议记录，成为掀起全球金融市场风浪的“蝴蝶翅膀”：自2002年1月5日至11日的一周内，香港恒生指数连续4天受重挫，市值蒸发2000亿。投资者基于对人民币升值的预期而支撑起来的繁荣，在一夜之间消退得干干净净。此时此刻，一个熟悉的名词再次掠过人们的脑海，那就是“非理性繁荣”。而恰巧此前不久，美国著名经济学家希勒教授所著《非理性繁荣》的中文译本问世：当初英文本出版后不到两个月，即见证了网络经济泡沫的破灭；而今中文本问世不久，由豪赌人民币升值游资掀起的浮华亦黯然退去。事实再次证明，人们必须对希勒教授关于“非理性繁荣”的论断给予高度重视。

1996年12月5日，时任美联储主席的艾伦·格林斯潘在一次演说中，使用了“非理性繁荣”一词来形容当时股票投资者的行为。结果，翌日全球各大主要股指应声而落，“非理性繁荣”自此声名大噪。

2000年，耶鲁大学经济学教授罗伯特·J·希勒出版了《非理性繁荣》一书，通过深入细致的历史数据分析，详细阐释了导致美国股票市场“非理性繁荣现象”的原因，为人们认识和分析全球化时代的“新经济”现象提供了一个与众不同的视角。该书被《经济学家》认为是“一本所有关注华尔街的人必读的书”。事实上，在发表“非理性繁荣”的著名演说前两天，格林斯潘正式与希勒教授举行了会晤，由于教授详尽阐释了当时美国金融市场中存在的不健康因素，才最终促成了格氏的著名演说。

金融市场中的非理性繁荣，是指以投资者乐观情绪为主要基础，缺乏基本面支撑的繁荣，换言之，投资者美好的愿望掩盖了事情的真相。当然，经济规律之所以被称为是规律，其基本特点之一在于无论人们喜欢与否，都会按照其固有的轨迹运动：该跌的总是要跌的，无论几家欢喜几家愁。

在当今世界，金融市场行情的阴晴圆缺对于一个社会而言可谓牵一发而动全身，直接关系到社会内部不同领域的资源分配问题：“如果对当前和未来的股市价值评价过高，那么全社会就会过多地对企业建设和扩张进行投资，而忽视对基础设施、教育以及其他形式人力资源的投资。如果人们认为股市被高估了，那么他们就会满足于投资养老金计划、维持目前的储蓄利率、立法完善社会保障制度以及其他形式的社会保障，而不会利用各种财政手段去寻找新的方法，以化解我们面临的真正风险——对涉及家庭、城市和生活环境的风险。”

希勒教授指出，美国2000年前后金融市场的“牛市”，是继1901年、1929年和1966年之后第四次出现的“井喷”行情。如同历史所揭示的那样，强壮的公牛之后，可怕的大灰熊总是会如期而至。另一方面，较之以往不同的是，自1990年开始持续至2000年的这一轮持续繁荣受到了新因素的影响：冷战的结束，全球化的进程，信息革命，所有这些创造出来的全球化和信息化的背景，促进了历史上前所未见的非理性繁荣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

建立在简单实验室基础上的"市场有效"理论："经济人"假设加"看不见的手"，挟着冷战结束的余威，乘着新经济的高速列车，迅速地扶摇直上；在此情况下，促成了金融市场内部投机性文化的形成，散户的从众心理以及学术界中批判精神的缺乏，共同造就了这一轮新的非理性繁荣。

最终，作者重提了关于强化制度建设，鼓励理性交易的政策选择，并重新肯定了萨缪尔森有关"微观有效性与宏观无序性"的论点。

希勒教授的论述，对于认识和分析今日中国的"经济过热"问题，有着重要的参考价值。相比美国而言，由于市场经济在中国经历的时间还不长，有待完善之处颇多，其内部所蕴藏的宏观无序性，以"过热"这一现象为表征出现在不同时期、不同的领域之中，特别是出现在与金融相关的领域中，例如银行信贷、房地产市场等。其背后的重要原因之一，就是全球化时代新古典自由主义学派在国内经济学界话语主导权的存在，在很大程度上削弱了对于繁荣背后深层次原因的讨论，同样也因此削弱了社会有机体应对非理性繁荣的能力。严肃地思考，认真地批判，是引导市场走向理性繁荣所不可缺少的，也是社会有机体自我调适能力的重要表现。在迈向大国的道路上，中国更加需要对于理性繁荣与非理性繁荣的认真思索，以期脚踏实地地走向世界。（佚　名）



非理性年代的预言家



罗伯特·J·希勒1946年出生在美国，1967年毕业于美国密歇根大学，1972年获麻省理工学院经济学博士学位，现任耶鲁大学经济学研究基金会研究员，同时兼任美国国家经济研究局研究员、美国艺术与科学院院士、计量经济学会资深会员以及纽约联邦储备银行学术顾问小组成员。

希勒教授在经济学方面的研究工作遍及金融市场、行为经济学、宏观经济学、不动产、统计方法以及市场公众态度、意见与道德评判等领域。他是行为金融学领域的奠基人之一。有别于传统金融学研究中的"理性人"假设，行为金融学研究侧重于从人们的心理、行为出发，来研究和解释现实金融市场中的现象。目前，行为金融学已经成为金融学研究中最为活跃的领域，行为金融学的研究方法和部分结论已经得到越来越多的专业人士的认可。


罗伯特·J·希勒

除了治学著书之外，希勒教授也乐于把他的理念应用于实践。他目前是卡魏施有限公司的创始人之一，该公司位于美国马萨诸塞州剑桥市，是一家专事经济学研究和信息工作的公司；同时也是宏观证券研究有限公司的创始人之一，这是一家以促进非寻常风险证券化为目标的公司。

希勒在经济学领域师从麻省理工学院的萨缪尔森教授。萨缪尔森和希勒常年以来都是盟友，但是希勒看来和其他行为金融学家不同，他对将认知心理学的片瓦拼装起来解释股市泡沫缺乏兴趣。相反，他乐意接受常识，认为市场有的时候被潮流或是集体疯狂所主导。整个1999年的暑假，罗伯特·J·希勒一刻不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

停地赶写着《非理性繁荣》。他知道他在与时间进行角逐。自从美国在1992年度过了那个令人厌恶的衰退期后，股票市场已变成一场兴奋异常的全民游戏，似乎所有人都有些得意忘形。罗伯特·J·希勒在20世纪80年代就预感到股票市场的价值被严重高估了，当他试图将自己的思考写出来时，1987年的黑色星期五已经不期而至。在1999年的最后几个月里，这位耶鲁大学经济学教授暗中担心，股票泡沫会在他写作完成之前崩裂。2000年3月，《非理性繁荣》终于出版，希勒把一路凯歌的股票市场称作"一场非理性的、自我驱动的、自我膨胀的泡沫"。一个月后，纳斯达克股票指数由最高峰的5000多点跌至3000点……在此之前，尽管将互联网泡沫比作当年的荷兰郁金香、南海公司泡沫的警告不绝于耳，但只有希勒教授用清晰、完整的经济学理论解释了它。这个恰当无比的时机一下子将他推向了这个时代最令人瞩目的预言家的位置——希勒先生不仅是一位喜欢在课堂上天马行空、喜欢坐在电脑前幻想将全球股票市场联结在一起的异想天开者，他还具有预测灾难的能力。希勒先生自谦说，此书上市时机之好纯粹是运气。他在20世纪90年代将自己大部分的钱从股市中抽了出来，他现在给投资者的建议是"彻底分散投资"，并且不要企图超越大势。

除《非理性繁荣》外，罗伯特·J·希勒还著有《宏观市场：建立管理社会最大经济风险的机制》一书，在该书中，罗伯特·J·希勒提出了多种新的风险管理合同，如国民收入或不动产期货合同，这将会引领一场适应现代人生活水平的风险管理领域的新的革命，此书获得1996年美国教师保险与年金协会——大学退休证券基金萨缪尔森奖项。《金融新秩序：管理21世纪的风险》是罗伯特·J·希勒的又一力作，在书中，希勒提出了利用现代信息技术和先进金融理论对基本风险进行管理的六大主张，这些基本风险包括人们工作的价值、房屋的价值、社区的稳定以及国民经济的稳定发展所面临的风险，这些风险被传统的风险管理制度所忽略。此书被译为中、德、法、意、西班牙、韩、日等多种文字，曾获得英国"威尔莫特2003年度图书奖"、美国《商业周刊》"2003年度最佳经济图书奖"、欧洲《金融时报》"2003年度最佳经济学图书奖"。目前希勒的研究兴趣主要包括设计新的体制与市场，以进行大规模的风险管理和减少收人不均；指数调整法和通货膨胀；社会安全、资产评估（包括金融资产和不动产）、资产价格的时间序列特性和市场心理。让我们拭目以待，等着希勒教授下一部惊人之作的问世。



第七章　股市的心理依托



我们已经看到，股市并没有得到基本面的依托。人们甚至对股市的"正常"水平一无所知，并没有多少人花时间考虑它应该达到什么水平或者今天的股市是否被高估或低估了。那么，是什么决定了每一天的股市水平？什么支撑着股市？是什么决定道琼斯工业平均指数是4000点还是14000点？是什么最终限制了使投机价格变动扩大的反馈？为什么股市会在稳定在一个特定区域的情况下突然发生逆转？我们已经看到了部分答案，但是要理解股市价格运动的基础，我们必须转向心理学。

在考虑来自心理学的启示时，必须注意，关于投资心理的许多流行报道并不可信。这些报道将投资者们说成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在股市繁荣时欣喜若狂，在股市暴跌时诚惶诚恐。在繁荣和萧条时，投资者们都被描述成盲目顺从牧羊人的羊群，没有自己的思维。从这些“流行”的心理学理论角度看，公众对市场“理性”分析的认可似乎是对的。

我们都知道，大多数人在发生金融波动期间要比上述这些报道所显示的更为明智。对大多数人来说，金融繁荣或萧条并不像战斗胜利或火山爆发那样煽情。事实上，在最重大的金融事件发生时，多数人都在忙于个人事务而无暇顾及。所以，很难想象市场作为一个整体会反映出这些心理学理论所描述的情绪。

然而，严谨的心理学研究显示，的确存在一些充当股市依托的人类行为模式，如果股市完全是理性的，这些因素就不会被发现。这些行为模式并不是人们无知的结果，而是人类智慧的产物，反映了它的长处和局限。投资者总是努力去做正确的事情，但是当无法把握自己行为的准确性时，有限的能力和特定的行为模式就会决定他们的行为。

在此，我们将考虑两种心理依托：数量依托，它给出股市应达到的水平，人们以之为标准来衡量股市是定价过高还是过低以及是否应该买进；道德依托，它决定促使人们购买股票的原因，人们应该购买股票还是将已投入（或能投入）股市的财富转向其他用途。根据数量依托，用数字衡量价格，即确定股票（或其他资产）是否定价正确。根据道德依托，将主张投资于股市的情感或直觉力量与他们的财富和当前的消费需求相权衡。

股市的数量依托

调查问卷的设计者都知道，人们给出的答案往往会受到调查问卷本身给出的暗示的强烈影响。例如，当人们被问及，收入属于哪一个数量范围时，答案就受到了给定范围的影响。这些范围也就成为答案的依托。

心理学家已经证明，人们在模棱两可的情况下作出的决定往往会受到身边因素的影响。当你必须作出估计，而又不知道该说什么好时，会选择此时出现在面前的任何数字。心理学家阿莫斯·特弗斯基和丹尼尔·卡赫尼曼在一次幸运轮实验中清晰地证明了这一倾向：一个很大的轮盘上面有从1到100的数字，与电视中的轮盘机相似，转动起来后会随机地停在一个数字处。测试者们需要回答问题，答案是从1到100之间的数字，比较难的问题有“联合国中有多少个非洲国家”等。他们首先要回答，答案是高于还是低于幸运轮刚才产生的数字，然后才说出确切的答案。这一实验表明，答案受到了幸运轮产生的随机数字的深刻影响。

例如，如果幸运轮停在10处，测试者回答的非洲国家数量的平均值为25，但是如果幸运轮停在65处，平均值就会变成45。这一实验特别有趣的地方在于，所有测试者都清楚地知道，轮盘产生的数字是随机的，并且也不会对测试者产生任何情绪影响。

在判断股票的价格水平时，最可能的数量依托就是记忆中离现在最近的价格，因此使股价日复一日地趋同。其他数量依托有过去的股价，这一点也就成为股价发展势头会被逆转的原因之一。另外还有道琼斯股指在最近达到的顶峰和最近的整体水平，投资者对这种数量依托的使用会有助于解释非同寻常的行为。过去的价格变化可能也会成为数量依托，如果人们的注意力转移到这里的话。

回想一下，在第四章中我们曾提到，1987年10月19日的股市在下跌的百分比上与1929年10月28日至29日的下跌几乎一致，而这次下跌的情况在1987年常常被提及。

对单个股票来说，价格变化往往会以其他股票的价格变化为依托，市盈率也会以其他公司的市盈率为依托。这种联系有助于解释为什么不同的股票会一起涨跌，为什么股票指数会如此多变——已考虑在指数中的股票平均值并不能有效地消除其波动性。它可能也会解释为什么不同行业但总部设在同一国家的企业比同一行业但总部设

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在不同国家的企业有着更加相似的股价变动趋势，这一点与人们通常认为的行业比总部位置更能影响企业基本面的观点恰恰相反。它也许还能解释，在股票交易所中交易的房地产信托投资基金为什么表现得更像股票而不遵从商业房地产的价值。金融市场中出现的这些非正常现象实际上都可以用人们倾向于参考方便的数字的数量依托来作出简单的解释。

股市的道德依托

有了道德依托，人们在保持投资以及将财富用于消费的需要这二者之间做出的取舍会对股市产生重要影响。股市无法涨到太高的水平，并不是因为人们知道内在的“正常”水平是多少或者什么水平会太高。相反，如果市场涨得太高的话，人们在股市中拥有的财富数量与当前生活水平之间的差异就会使他们不再继续持有股票。可以从一个极端的例子中理解这一现象的本质。假设，与事实相反，股市心理让股市水平上涨，使得大多数持股者都成为百万富翁——是纸面上的。那么，除非继续持有每种股票的理由十分强烈，否则人们会愿意过百万富翁般的生活，并且会卖掉一些股票以换钱花。由于没有买主，这种出售显然会立即压低股价，并且显然没有足够的国民收入来支持如此多的百万富翁。只有在人们认为有充分的理由不去尝试消费新近获得的财富时，股市才会达到奇高的水平。

这种道德依托的根源在于心理学原理，即导致人们行为的大部分想法并不是数量型的，而是以讲故事和找原因的形式出现的。这就是为什么在道德依托的例子中，人们是在将毫无数量基础的故事与所观察到的可用于消费的金融财富数量相比较。这种推理在普通的经济学理论中并未得到解释，但是有大量证据表明，投资者的推理的确采取了这种形式。

心理学家南希·潘宁顿和里德·哈斯蒂研究了陪审员对棘手案件作出裁决的过程，表明了故事在决策中的重要性。他们发现了陪审员通过审理的复杂事件分析的方法：构建一个故事，将与案件有关的已知细节整理成连贯的一串事件。在陈述裁决时，他们往往不会谈及数量或概率，也不会总结证据的重要性，而仅仅将案件当做故事来讲述，通常是罗列事件的前后顺序，并且努力证明故事如何严密，内容如何连贯一致。

类似地，那些向公众出售股票的人通常也会讲一个与股票有关的故事，生动地描述企业历史、产品性质以及公众如何使用这种产品。这种叫卖一般不会涉及对数量和概率的讨论，也不涉及从未来分红和收益来看目前股价是否处于正常水平。数量因素与人们自然形成的基于叙述的决策过程显得有些格格不入。

从根本上说，人们都对赌博感兴趣，虽然在不同文化中有不同的形式，这种兴趣在投机性市场中也是如此。虽然有很大概率是不利于赌博的，赌博的部分吸引力明显与基于叙述的思想有关。如果你听见赌博者的谈话，就会发现他们通常是在讲故事，而不是评价概率，并且这些故事中所体现的概率往往比数量概念有着更加实际的意义。赌博者使用的是与概率理论家完全不同的词汇，他们爱使用运气或幸运日这些词，而很少使用概率或可能性这些词。他们的输赢，在最好或最坏运气之前出现的一连串事件，以及押上好注的直觉力都有故事可讲。这些故事为事实上完全随机的事件增加了含义。

我们注意到，雇员们通常有投资于本企业股票的倾向（指雇用他们的企业发行的股票），即使将投资分散化会更符合其利益。在大规模的退休储蓄计划中，约有 1/3 的财产投资于公司股票，在一些公司如可口可乐，这一比例达到了 90%。这种投资于公司股票的趋势与投资者受到故事的影响是一致的：他们了解更多的是本公司的故事，因此投资于本公司的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人们似乎也想为决策找到简单的原因，好像他们感觉需要用简单方式解释这些决策一样——不是向别人，就是向自己。对解释决策的简单原因的需求类似于在决策背后对故事的需求，故事和原因都是能够口头传递给别人的简单推理。

心理学家阿尔德·沙里夫、伊塔曼·西蒙森和阿莫斯·特弗斯基通过实验证明了一种效应的存在，这种效应似乎表明，人们往往试图寻找一些简单的原因来作为决策的理由并因而导致了决策的偏向。他们让测试者在两个选项中作出选择，其中一项是“贫穷”，没有明显的正面或负面特征。另一种选择是“富有”，带有鲜明的正面或负面特征。在这项实验中，要求测试者选择他们要将孩子交给什么样的家长看管。家长 A，也就是“贫穷”的选项，“收入一般，健康一般，适中工作时间，与孩子相处较融洽，社交生活相对稳定”。家长 B，即“富有”的选项，“超过一般水平的收入，与孩子关系紧密，社会生活极其活跃，出差多，健康问题少”。实验证明测试者的选择取决于对他们提问的方式。当被问及愿意选择谁看管孩子时，64%的被试者选择了 B。当被问及不愿意选择谁看管孩子时，另一组测试者中又有 55%的人选择了 B。这两组给出的答案在逻辑上是说不通的，但是都符合人们需要为决策寻找一个牢靠的理由的现象。心理学家发现，即使在进行纯属个人的不用向别人解释的决定时，这种趋势也会发生作用。

持有股票或其他投资的原因不仅可以是实际的，也可以是道义的。我们的文化可能会从我们作为负责任的、聪明的或正常的人等方面为持有股票或其他储蓄手段提供解释。《隔壁的百万富翁》——1996 年的一本畅销书，就宣称美国大多数百万富翁并不是特别能挣钱，只不过是非常善于攒钱罢了：他们是不为每年一辆新车、一幢洋房或其他金钱陷阱所动的普通人。这本书不仅仅是对百万富翁的有趣的研究，它还潜移默化地暗示了那些在一生中拥有并不断积累财富的人的道德优越性，因而为节省和投资提供了引人入胜的理由。这本书没有讲到对市盈率的分析，也没有谈及任何具体的投资建议，似乎这些都无关紧要。相反，它谈到了许多成功而又节俭的人的故事，其中许多人都是在最近的牛市中才发达起来的——这些故事细致而生动，很能打动读者的心。那些不会将财富兑现并用于消费的百万富翁的故事恰好为延续当前的牛市提供了不可或缺的道德依托。

信心过度和直觉判断

在判断这些心理对股市的重要性时，应该记住，人们在信仰上似乎有走向信心过度的强烈趋势。人们往往会在别人认为他不该有信心的那些事情上采取行动。

人们认为他们知道的总是比实际的要多。他们喜欢对自己一无所知的事情表达观点，并在这些观点的指导下采取行动。我们不时能发现身边的一些“万事通”。不过，心理学家仔细地描述了这种走向信心过度的倾向及其普遍的内在含义。

心理学家巴鲁契·弗契霍夫、保罗·斯洛维奇和塞拉·里琴斯顿指出，如果让人们回答一些简单的事实性问题（例如两本流行杂志中哪一本发行量大，或者死亡的两种常见原因中哪种更经常发生），然后再问他们的答案正确的概率，他们常常会高估答对问题的概率。当人们确定自己正确时，其正确率实际上只有 80%左右。

这一结果成为心理学家们争论的焦点，信心过度现象还没有被证明是普遍存在的。在实验条件下，人们有时可以通过训练摆脱信心过度状态。但是信心过度的一些基本趋势似乎是人类根深蒂固的特征：人们总是倾向于信心过度而不是信心不足。我发现，当我采访投资者时信心过度是明显存在的，他们似乎是在表达过分强烈的观点并且匆匆作出总结判断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长期以来，心理学家们都在探究为什么人们看起来总是信心过度。一种理论认为，在评价其结论的正确性时，人们往往注意到其推理的最后一步是正确的，全然不顾推理中其他部分可能的错误。另一种理论认为，人们是通过寻找其他已知事物的相似性来判断概率的，但他们忘记了还有许多评论可以加以比较。信心过度的原因还可能与事后聪明有关，即如果某人当时在场或注意到某事的话，他就会在实际情况发生之前就得知有关情况。事后聪明使人认为世界实际上很容易预测。

信心过度与投机市场有关的另一因素是异想天开。当谈及人们对投资情况的好坏和自己作投资决定的直觉时，往往是他们内心深处的想法——也就是无需向别人解释的想法。被心理学家称为"异想天开"或"准异想天开"的思维模式很可能会发挥作用。人们偶尔会感到某些行动会让他们得到好运，即使这些行动实际上对运气并无任何帮助。

人们有时会在一些并无逻辑的想法的基础上作出一些严肃的决定。人们在一块还未掷的硬币上下的赌注要大于在已经掷过的硬币（结果还未公布）上下的赌注。在被问及人们要多少钱才愿意转让已持有的彩票时，如果是自己挑的数字，他们说出的价格会高 4 倍以上。很明显，人们认为在某种程度上他们能影响还未投掷的硬币，也能通过选择数字影响赢得彩票的可能性。

从这些实验结果来看，很清楚人们会这样想，至少在直觉层次上这样想："如果我买了一种股票，它不久就会上涨。"或者"如果我买了一种股票，别人可能也会买，因为他们的想法和我一样。"或者"我最近手顺，我运气好。"这些想法可能会导致促使投机性泡沫形成的信心过度。

信心过度的另一表现形式是，人们在不确定的情况下，假定将来的模式会与过去相似并寻找熟悉的模式来作出判断，并且不考虑这种模式的原因或者模式重复的概率。人们判断中的这一不正常现象，称为启发性代表因素，这在心理学家特弗斯基和卡赫尼曼的许多实验中得到了验证。

例如，这些研究者让人们从一张写有人名和个人特征描述的列表中猜测这些人的职业。如果给出的特征是艺术性和敏感，他们就会选择指挥或雕塑家，而不会猜工人和秘书，完全不考虑从事前两种工作的人极少，因而成为答案的可能性也就很小。在回答这类问题时，永远不猜指挥或雕塑家这类职业会更为明智，因为其出现的概率太小。人们都将目光投向最符合特征描述的职业，而全然不顾出现的概率。

经济学家尼古拉斯·巴贝里斯、安德雷·谢雷弗和罗伯特·威西尼将启发性代表因素发展成为消费者的选择性信心过度和预期反馈环的心理学理论。他们认为，当投资者看见股票价格向同一方向移动了一段时间之后，他们就会逐渐认定，这一趋势就是从其他经济数据中发现的许多趋势中的代表。根据保守主义的心理学原则，人们改变意见总是很缓慢的。因此，投资者们要过一段时间才能认为这一趋势将会继续。启发性代表因素和保守主义原则之间的相互作用决定了投机反馈进程的速度。

信心过度，无论是怎么产生的，都是提高投机市场交易额的根本因素。在没有信心过度的情况下，你会认为金融市场中的交易会非常冷清。如果人们是完全理性的，那么一半的投资者会认为其交易能力处于平均线以下，并因此不愿意同另一半人进行投机交易，因为他们认为，另一半人将会在交易中支配他们。结果，平均线以上的一半投资者也就没有人来进行交易了，从理想状态上讲，这时也就不会再有出于投机原因的交易了。

判断中的信心过度有时会让人相信，他们知道市场在什么时候会发生变动，即使他们都理智地相信股价是不可预测的。在 1987 年 10 月 19 日股市狂泄之后，我随机对投资者进行了调查，我问他们："你认为在 1987 年 10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

月19日知道什么时候会发生反弹吗?”在那天购买了股票的个人投资者中，47.1%的人回答说是；在机构投资者中，47.9%回答说是。也就是说在那天进行了交易的投资者中，近半数的人知道股市当天会发生什么。我认为这是值得注意的。即使在所有个人投资者中，那天大部分人根本就没有交易，但也有29.2%的人对这个问题回答说是；在所有机构投资者中28%回答了是。

为什么人们会认为知道股市在某一天会发生什么，特别是在这么混乱的一天？认为会知道这些变化的看法与股市的不可预测性的最基本论述直接对立，它与很难确定准确的股市时间表的传统观点也是相对立的。相当多的人并不总是坚信股市从来不可预测。

这次问卷调查的下一个问题是：“如果回答是的话，是什么让你认为知道什么时候会发生反弹的呢?”出人意料的是这些回答都没有牢固的根基。人们提到了“直觉”、“内心想法”、“历史证据和常识”或者“股市心理学”。人们很少提到具体的事实或明确的理论，即使在机构投资者中也是如此。

这些有关市场未来前景的直觉性认识对股市狂泄的过程有极其重要的影响，因为正是这些直觉判断形成了阻止股价进一步下跌的基础。要理解投机性泡沫，无论它是正向还是负向的，我们都必须认识到人们直觉判断中的信心过度发挥了根本性的作用。

依托的脆弱性：考虑未来决定的困难

我们讨论了依托导致了市场日复一日的稳定，但也必须解释依托偶尔的松弛——或突然松弛的可能性。股市会发生急剧变化、市场不时让人吃惊的原因在于，新闻事件会对人们的推理产生无法预期的作用。

心理学家沙弗和特弗斯基描述了一种他们称为非连贯性推理的现象：一种无法通过假设已知未来事情的结果来作出决定的推理。据沙弗和特弗斯基说，在事件实际发生之前，人们都无法决定。当玩逻辑游戏如国际象棋的时候，我们必须思考未来应付对手时所应作出的决定。人们学会思考，“如果我走这里，她就会走这里或那里，如果她走这里我就没事，但如果她走那里我就会处境困难……”也就是说，人们学会通过某一决定的各个相关枝节来进行思考。在日常生活中，我们有时也会用在这类游戏中所学到的方式来进行思考。但是现实世界中的决策往往被情感和缺乏确定的目标所遮蔽，因此，人们并不总能像事先想好的那样行事。

沙弗和特弗斯基将学生们在知道是否通过了一次重要考试之后决定是否要去夏威夷度假作为例子。面临这样一个选择时，学生们都努力寻求对这一选择的感觉。通过了考试的学生会想，“我要把度假作为庆祝和回报”；没有通过考试的学生则会想，“我会把这段假期作为安慰，在考试失败之后恢复情绪”。一些学生无论考试是否通过都将去度假。如果做事有逻辑性的话，那些在两种情况下都会去度假的人应该会在考试之前就安排好了假期，因为他们知道考试结果与作出的决定无关。但是这些人有时在知道考试结果之前会很难作出选择。在考试之前，他们并不能完全预料到度假的情感动因，因而不能心安理得地将自己与它联系起来。

虽然这一例子中，人们面临的困难在于确定他们自己将来的感觉，这与国际象棋中决定简单事实的问题是不同的，但在现实中有关投资的决定很可能与是否度假的决定一样有诸多感情成分。

因此，新闻故事对股市的影响与我们对新闻的感觉之间的关系，有时要比它与我们对新闻的逻辑反应之间的关系要更紧密。那时就可以做出在得知新闻以前不可能的结论。心理依托的崩溃之所以如此难以预料，部分原因就在于：人们只有在价格变化之后才能够搞清楚他们自己的感情和意愿。

股市的心理依托与我们意识的最深层次中最奇怪的东西相联系。此种依托时而跳跃，时而蹒跚，最后的结果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

往往让我们吃惊不已。我们在本章中讨论了解释这种依托的一些心理因素。但是只有当同样的思想进入许多人头脑中时，这种依托才会在整体上对市场产生作用。在下一章中，我们将转而讨论思想的社会基础：从众行为倾向和思想传染。



第十章　投资者的知识局限

除了有效市场－随机游走理论外，另一个能解释市场繁荣是理性的观点的是大多数公众都知道的事实：市场的长期价值不仅比想象的要大，也比传统分析家所提供的数据要大。根据这一理论，市场目前比较繁荣，是因为公众知道了历史平均收益水平和多样化投资的事实。这种论证与有效市场论证的不同点在于，它假设由于公众的无知，市场原先的定价太低。这个论证基本是这样的："市场几年前不太有效，不太繁荣，但是（也许）目前是有效的。"公众已经知道市场比以前想象的更有价值，这一点是非常可能的，至少乍一看是这样的。公众作为一个整体确实能知道这一点，这种认识的累积效应是现代社会跟过去几个世纪相比先进得多的原因，但是仍然存在着这样一个问题，公众是否真的了解股市中的一切重要信息呢？如果这是真的，我们又学到了什么呢？

关于风险的"学习"

常有这样的说法，最近人们学习到股市不像以前想的那样具有风险性，股市投资常常优于其他投资。过去几年，关于股票作为一种投资具有优势的媒体报道广为流传，并且杰雷米·西格尔于 1994 年出版了《股票的长期走势》（第一版），这些都导致了以上说法的流行，这种说法使人们认识到，根据历史数据，他们对股票是过分恐惧了。这些新知识使投资者现在将股价哄抬到一个较高的、理性而真实的水平，如果股价一直维持这样的水平，也不会引起投资者对股票的过分害怕。现在以较高价售出的股票将获得相应较低的收益但是投资者完全可以接受，因为他们知道股票并不是那么有风险性。换句话来说，股权风险溢价——投资者对股票风险所要求的额外补偿下降了，因为投资者突然重视起股市风险的历史记录。

确实，公众显得比十年前更相信股市的风险不太大。在第三章中我们的调查结果显示，人们现在倾向于认为股市如果在某一天暴跌，在第二天很可能会反弹。现在有一个流行的论点认为，如果股市崩溃，在一两年左右的时间内肯定会回升。所以，股市暴跌的可能性不再使人们感到担忧。但这是不是因为人们现在真的有了一些股市知识呢？还是其他一些不同的、短暂的东西导致人们拥有了新的观点呢？"新学习"理论的一个问题是，投资者都应该知道一个历史事实，即股市基本上比其他投资运行更为良好，这不是最近的发现。事实上，艾德格·劳伦斯·史密斯在 1924 年最畅销的书中曾经对股市和债券的投资作了大量历史性的比较。他发现，无论是在价格上涨时期（通货膨胀），还是在价格下跌时期（通货紧缩），在长时间内，股票总是略胜一筹。史密斯强调说，同一时期的另一作者肯尼思·范·斯特朗也作过此强调，债券中的投资也是非常具有风险性的，因为尽管债券支付的票面价值是固定的，但是他们实际的价值却随总体价格水平变化而波动。

根据艾琳·费舍尔教授 1929 年所写的，"这些文章在投资世界中投下了一颗炸弹"。费舍尔认为 20 年代出现的牛市是因为公众从这些书中学到了知识："只有当大部分公众通过阅读艾德格·劳伦斯·史密斯的书，真正醒悟到在美元贬值时期，应该选择股票而不是债券时，牛市才会真正做到对普通股正确而合理的估价。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于公众学习的观点，其他人与费舍尔的看法一样。查尔斯·阿莫·达斯在 1929 年写道：“公众接受股票和债券的教育，从而消除了认为市场不稳定而恐惧市场的旧偏见。”《纽约先驱论坛报》的作者在 1929 年断言：“看到商业的繁荣真是件高兴的事。但是人们对股市了解的增长更为重要，正是这种了解使商业繁荣成为可能。当越来越多的人对一种产业表示信任，成为产业拥有者的一员，并按时得到关于该产业的可靠信息时，再没有什么力量能阻止这种健全的产业的发展。”

如果 1929 年时，人们知道股票控制了 20 年代债券的价格，那么他们好像忘记了之后的信息，或者至少改变了对此的看法。现在摆在我们面前的问题是，在观察了最近的股市以后，人们是否真的明白股票总是优于债券，并继续相信这一点呢?

在美国，没有一个 30 年期的债券比股票运作得要好，这一“事实”被广泛引用。这个假定的事实实际上并不是真的。因为，就像杰雷米·西格尔在《股票的长期走势》一书指出的，在 1831 年至 1861 年这段时期内，债券比股票运作得更好。看起来有很长一段时间人们都没有认识到在美国股市历史上没有多少不相互重叠的“30 年时期”，从 1861 年以来，也就只有 4 个完整的时期，之间有交叉的 30 年时期很多，然而，没有独立的证据证明股票比债券运行得更好。即使看一下相对于 30 年期较短的历史时期的股票收益，我们也不能发现什么证据。

如果拿 10 年作为标准的话，我们可以发现，在一些更为近期的阶段中，股票收益低于短期利率。在这本书中我发现，在最近这段时间之前、市盈率 3 次达到高峰：1901 年 6 月、1929 年 9 月和 1966 年 1 月。3 个高峰中后两个10 年期中出现的高峰（1929 年和 1966 年高峰）时期，股市收益低于短期利率。如果我们拿 20 年作为标准的话，现实的情况是，在这 3 个时期中，只有 1901 年至 1921 年这段时期中股市收益超过短期利率。但是这些高峰过后的每一个 20 年时期中，股市的行情很差（考虑了通货膨胀）。从 1901 年 6 月到 1921 年 6 月这一阶段的 S&P 综合指数几何平均真实收益率为 0.2%，1929 年 9 月到 1949 年 9 月年收益率为 0.4%，1966 年 1 月到 1986 年 1 月为 1.9%。尽管收益很少，在 1929 年至 1949 年以及 1966 年至 1986 年两个阶段中，股市收益仍然要高于短期利率，因为通货膨胀使实际短期利率降到一个非常低的水平。事实上，在 1929 年至 1949 年时曾达到过负值。第一次世界大战、第二次世界大战以及越南战争时期通货膨胀使实际利率为零。很难想象，在历史时期发生通货膨胀而降低短期利率与今天的情况有什么联系。今天，我们拥有的长期通货膨胀指数的债券增长超过了 4%，并且不受通货膨胀的影响。

而且，在股市实际收益方面，美国自己也许就是个例外，并没有遵守常规。菲里普·乔里奥恩和威廉·高兹曼对 1926 年至 1996 年之间 39 个国家的实际股市增值率（不包括股息）作了研究，发现这些国家中实际年均增值率仅为 0.8%（美国年均 4.3%），所以，如果拿其他国家的经历作为参考，也许会认为未来股市的表现将不尽人意。

能证明在长时间内股票总是优于债券的证据并不存在。而且，即使历史记录支持这种论点，我们也须认识到（从某种程度上来说，大部分人都应该认识到）未来不会像过去一样。举例来说，投资者过去在股市中取得的成功，现在很有可能造成了广泛的过度投资。各大公司由于策划过多的宏伟计划或在产品开发和广告宣传中投入太多，使得业绩不如以前那么好。也有可能，某些技术的革新被当做是商业前景乐观的原因，而事实上，商业前景有不确定因素。新技术也许会改变企业的优势，使它们被新兴企业所代替。所以，这些变化会提高而不是降低未来 30 年中股票形势不好的可能性。更重要的是，未来不会像过去那样，即使有像以前那样的高市盈率，市场也不会比以前估价更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所以，股票优于债券的“事实”根本不是一个事实。公众没有了解到基本的事实。相反，他们的注意力从基本事实上转移了，至少对于股票的一个基本真理不怎么敏感：股票是对公司现金流的剩余索取权，只有在兑付了其他所有债权之后，才属于股票持有人。股票，用他们的定义来讲，是非常具有风险性的。投资者也没有注意到另一个事实：没有人能保证股票能赚钱，对在股市上亏损的人没有任何福利措施。

“股票优于债券理论”投资文化中的角色

9 年之前，我就对股票一贯优于债券这一广为接受的说法感到惊讶，所以，我决定调查一下这个说法到底有多流行。1991 年对美国机构投资者作的问卷调查中，我提出了以下这些问题：

请看下面这个论点：

在过去的 65 年里，股票所得的收益比债券要高得多。从 1926 年以后，没有一个 20 年期债券优于股票。所以任何人如果打算投资 20 年或者 20 年以上的时间，应该首先投资股票。（画圈选择一个）

1. 我同意这种说法。

2. 我不同意这种说法。

在 172 份答卷中，84%选择了 1，只有 16%选择了 2——对这种用词强烈的说法给予了强大的支持。

这样的措辞还是没有弄清楚回答者听到股票优于债券这种说法有多少次。为了弄清楚这一点，1993 年秋天，我又向机构投资者提出了相似的问题，但提法不一样。

请看下面这种说法：

“自从 1860 年以来，没有一个 30 年期美国政府债券优于股票”，你是否听到过大致这样的说法（可以有一些细节上的不同，比如不是 30 年时期）。

1. 是的，常听见。

2. 是的，一次或两次。

3. 没有。

在 125 个回答者中，52%选择“是的，常听见”，22%选择“是的，一次或两次”，26%选择“没有”。所以，74%的人说他们记得听见过这种说法。像这样清楚的说法已经成为投资文化的一部分了。

长期的历史知识以及至少可以追溯到 1924 年且在 1991 年或 1993 年被广泛记得的历史知识并不能对 90 年代后期股价突然上涨到历史最高水平作出合理的解释。对于这些知识，投资者显然一直都很清楚。公众相信，市场的下降趋势最终会扭转。这种信心在最近几年里确实成为了非常强大的力量。但是它并不是源于对历史记录的简短新闻报道。我认为，这种信心是因为过去价格增长的反馈机制（第三章讨论）最终被各种参与因素所驱使（第二章讨论），而不是从长期历史数据的突然发现中得出的结论。

关于共同基金，多样化，以及长期拥有的知识

1998 年和 1999 年，詹姆斯·格拉斯曼和凯文·哈塞特在极有影响力的《华尔街日报》上发表了两篇文章说：“多亏了媒体和共同基金，投资者比以前更了解股票，他们学会了长期持有股票，而把价格下跌只看作是短暂的行为，是买进的时机。”所以他们得出结论，投资者已经学到的各种股票组合不具风险性，股票比以前想象的有更高的价值，所以，他们现在愿意更多地投资于股票。由于对股票的投资需求增长，未来的股市将会持续在一个较高水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在这些文章之后，格拉斯曼和哈塞特又出版了一本名为《道琼斯 36000 点：从股市上升机会中获利的新策略》的书。在书中，他们强调，投资者还没有完全了解到多样化持有股票是没有风险的，投资者将随着对股市的不断深入了解，在未来几年里继续哄抬股价。他们宣称："到道琼斯 36000 点目标的日期可能会是 2005 年的前几个月，但也许会更早一点。"如果这是真的，人们可以有机会在 2000 年到 2005 年之间大赚一笔，或者投资得更早一点，比如当大部分投资者还在学习关于股票价值的知识时，了解上述情况的投资者就应该早点在股票上投资。尽管本书表面上的主题——因为股票的风险太大，因此不能看作是政府债券的代替品——这本书所要阐述的（我们可以从书的题目中看到）实际上是，人们可以通过现在购买股票迅速富起来，而其他人则要过后才知道股票是没有风险的。

格拉斯曼和哈塞特指出，人们了解共同基金的优点即这些共同基金愿意进行长期投资并认为股价下跌是暂时的，这些说法是对的。但是从这一点中并不可以推断出人们已经学到，或者正在学习一些重要的事实。我们已经看到股价的下跌并不是暂时的，它有可能会持续几十年，所以即使是长期投资者也应该认识到股票投资的风险性。这也是为什么对共同基金的热销被认为是一种投资热，而并不是源于了解了任何事实。

投资者对选择合适的共同基金显示了极大的兴趣，表现在从一种换到另一种。由于这种高度的投资兴趣，共同基金行业形成了上千种新的基金。与之相对应出现的广告和邮递也迅速增长。然而对共同基金业绩的研究发现，尽管共同基金的发展很好并且有继续下去的趋势，但是这种趋势很微弱而且很短暂。人们似乎认为比较聪明的做法是，观察各种共同基金的表现，然后经常性地在各种投资基金之间变换，将投资放在目前表现最好的那个共同基金上去。但事实上，这么做赚的很少。

1996 年，我对投资者认为他们能在股市中赚钱的想法进行了评估，并在对共同基金在整个过程所扮演的角色作出了分析后，对个别投资者作了问卷调查，并在问卷中加入了他们对投资整体以及共同基金投资的信任程度的问题，这些问题以及每个问题答案的百分比罗列如下。

试图看准股市的时机，在它下跌时出市，在它上涨时入市：

1. 是件明智的事，我可以非常理智地预见到这样做会获得成功。11%
2. 不是件明智的事，我不能理智地预见到这样做会获得成功。83%
3. 没有任何看法。5%

（回答提问者 131 人）

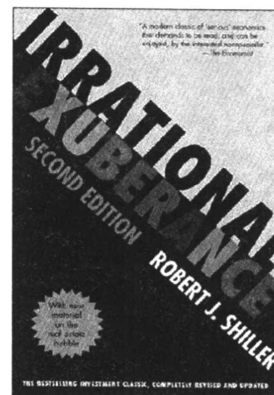
选择个别股票进行预测，比如说，福特汽车股票何时将会上涨，或者 IBM 的股票将会上涨：

1. 是件明智的事，我可以理智地预见到这样做会成功。40%
2. 不是明智的事，我不能理智地预见到这样做会成功。52%
3. 没有任何看法。8%

（回答提问者 131 人）

选择共同基金进行分析，哪些基金能选择上涨的股票：

1. 是件明智的事，我可以理智地预见到这样做会成功。50%
2. 不是明智的事，我不能理智地预见到这样做会成功。27%



《非理性繁荣》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3. *没有任何看法。*23%

(*回答提问者*132*人*)

从这些结果中，我们可以看到，人们非常相信综合市场的有效性，以至放弃在股市中选择适当时机入市或出市。但是他们常常认为，他们仍然能够选出个别的股票和（特别是）共同基金。只有27%的人认为试图选出业绩好的共同基金是件不明智的事，与之相对应的是51%的人认为选择个别股票和83%的人认为试图在股市中选择适当时机是不明智的。

如果真的有人相信有效市场，那么他会对所有的问题都回答："不是件明智的事。"如果股价是随机游走的，那么根本不可能选择适当的时机入市，也不可能选择个别股票，更不可能选择其他人选择的股票。

由于能够成功选择共同基金的例子非常少，所以很难说明投资者到底学到了什么，而且很难判断选择好的共同基金经理是否比好的企业经理更容易些？

常有这样一种说法，人们已经知道分散投资的重要性，并且选择共同基金来达到这种多样性。对于费用很低而管理较好的公司来说，这种说法有些道理。但是许多公司要求的费用都很高，所以投资者最好还是靠自己来实现这种多样性，而且当他们在一个非免税环境中投资时更要如此，因为通过直接持有股票，投资者可以避免因为共同基金经理们卖出股票实现收益而被征收资本收益税，对于交易量大的基金来说，这是一个重要问题。投资者通过避税，可以弥补因为股票下跌而造成的损失。而如果选择共同基金，那么在避税方面就有明显局限性。

知识局限性

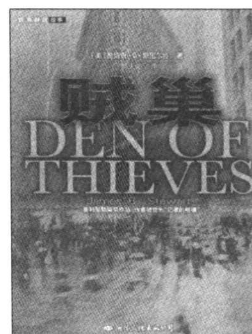
公众常被认为学会了股票在下跌之后总会反弹的知识。我们已经看到，许多证据证明大部分人是这么想的，但是他们想错了。股票可以下跌，而且可以下跌许多年。市场可以被高估，同样可以低迷许多年。

公众常被认为了解了，从长期看股票总是优于其他投资，比如债券，所以长期投资者投资股票会好一些。我们看到，有证据表明大部分人是这么想的，但他们又想错了。在数十年的时间里，股票并不比其他投资优越，也没有理由相信它将来也会这样。

公众也常被认为学会了，股票投资聪明的做法在于选择共同基金，因为它们了解市场的变化。我们发现大部分人确实是这么想的，但他们又一次错了。选择业绩良好的共同基金所获得的收益比投资者想象的要少。

当这些事实是错误时，就不能称作是学问。总有一天，投资者会推翻这些事实。但在这之前，我们必须考虑自己作为个人，作为社会的一员，应该做些什么——这个重要的问题将把我们领入最后这一章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《贼　巢》



【美国】詹姆斯·B·斯图尔特（1951~　）

这场发生在全国金融市场和金融机构中的犯罪活动从20世纪70年代中期就开始了，其数量到底多大、范围究竟多广，即使现在都很难说清楚。历史上曾发生过不少重大的金融犯罪，如从“列车大盗”到股票操纵阴谋，这些犯罪直接促使了国家各种证券法律法规的出台。但是，任何具有可比性的金融犯罪与这场犯罪相比都相形见绌。在这场犯罪活动中，犯罪分子的非法收益数量之巨，大多数外行人都难以理解。

丹尼斯·利文是一条小鱼，承认在内幕交易中非法所得1260万美元。伊凡·布斯基被罚没1亿美元，现在没有人敢说这个数字接近他几年来非法收益的总数。还有迈克尔·米尔肯，他的犯罪活动比单纯的内幕交易更复杂，更独出心裁，也更为野心勃勃。1986年，米尔肯从一家多年参与非法活动的企业获得5.5亿美元的薪水和红利。当他最终对6项重罪供认不讳时，同意交纳 6 亿美元的罚金，这个数字比证券交易管理委员会一年的预算总额还要大。

这些事件都不是孤立的。以米尔肯为首的犯罪活动之所以格外引人注目，是因为它规模大、影响深。在20世纪80年代，华尔街上的金融犯罪是司空见惯的事情。几乎每一个被控参与丑闻的被告都耿耿于怀的是，只挑出一个人给予治罪而许多其他犯有同样罪行者却逍遥法外是不公平的。对犯罪活动沉默不语，任由它在华尔街上滋生蔓延，甚至在最富有、最受人尊重的金融机构里肆意猖獗，这是对许多犯罪分子的庇护。不幸的是，这种现象现在仍然存在。

——引自《贼巢》



20世纪80年代，华尔街金融犯罪猖獗，内幕交易和市场操纵让少数人迅速成为巨富，却使大量无辜的公司和个人投资者破产。詹姆斯·B·斯图尔特既是一位深度报道记者，又是一位小说家，曾因对1987年股市崩溃和内幕交易丑闻的出色报道而荣获普利策奖。他根据历时数年采访和调查所获的详细材料，将所有事实整理成一部引人入胜的长篇纪实报道，这就是全美第一畅销书《贼巢》。

《贼巢》栩栩如生地描写了华尔街上的“四大金刚”——迈克尔·米尔肯、伊凡·布斯基、马丁·西格尔和丹尼斯·利文——如何建立起了金融史上最大的内幕交易网，如何差点卷走数十亿美元的赃款，以及备受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

打压的政府执法人员是如何战胜重重困难，从而使这“四大恶人”受到法律制裁的。

斯图尔特描写的故事就像一部引人入胜的小说，令人不忍释卷，揭露了贪婪无度所带来的破坏和劫掠，发人深思、耐人寻味，是迄今为止最好的一本描写“荒淫的80年代”的书。

《贼巢》一书与《杰克·韦尔奇自传》、《基业长青》同被《福布斯》评为影响世界商业最深远的20本书籍之一。不少人因为看了这本书而把证券业作为自己人生的第一选择，或者坚决放弃了投资任何股票，远离证券圈。





《贼巢》一书揭露了华尔街的“四大金刚”——迈克尔·米尔肯、伊凡·布斯基、马丁·西格尔和丹尼斯·利文利用内幕信息、大量负债、恐吓威胁以及欺骗伎俩在金融市场翻云覆雨，违约操作数十亿美元的交易，使大量无辜的公司和个人投资者破产，最终走上了犯罪的不归路。

从该书中，我们可以了解到，西格尔是哈佛商学院的优秀毕业生，寻求一种丰富多彩和具有刺激性的生活是他的人生梦想。在当时，只有投资银行能够帮助他实现这一梦想，于是他来到基德尔和皮博迪投资公司，很快在兼并收购业务上崭露头角，成为公司的希望之星。

伊凡·布斯基是华尔街最有名的套利人，他的套利公司创办于1975年，到1981年，他的资产已经达到9000万美元，实力最强时入仓能力达30亿美元，一个电话就足以使几乎任何公司胆战心惊。1981年，布斯基要求西格尔提供内幕信息。1982年，本迪克公司出价15亿美元对军火商马利塔公司发起恶意兼并，西格尔受到马利塔公司之聘组织应对。他把消息提前告诉了布斯基。布斯基大量买进马利塔公司的股票，赚了12万美元。当年年底，西格尔向布斯基索要了15万美元红利。之后，布斯基利用西格尔的内幕消息赚的钱超过1亿美元。

与西格尔相比，利文显得像个庸才，但是对奢华生活的向往使他无孔不入。他在瑞士莱屋银行用假名开立了个人账户，用于内幕交易。在他的利诱下，他以前的同事弗雷雷公司的威尔基斯加入了他的“信息圈”。他们在电话中用暗语告诉对方自己公司正在进行的收购业务，从而提前购入被收购公司的股票。

在华尔街疯狂的购并大潮中，米尔肯才是真正的“金融大鳄”。他是20世纪80年代驰骋华尔街的“垃圾债券大王”，正是他将美国的证券金融历史轻轻地改写，并调整了其发展的方向，成为自摩根以来美国金融界最有影响力的风云人物。1983年，米尔肯为布斯基的公司注资1亿美元，并为他发行了大量债券。从此，两个人的金融关系密不可分。布斯基和米尔肯近于疯狂地聚敛着财富。

泛滥的内幕交易破坏了市场公平。一封举报信摆在上任不久的证交会执法处主任林奇面前。由此，政府与金融巨盗的较量开始了。举报信显示，莱屋银行的业务员梅耶尔负责交易的28只股票都明显有“内幕交易”的痕迹。在巨大的心理压力下，梅耶尔向银行的律师说出了利文的名字。

1986年5月12日，利文被捕。一开始，无论是米尔肯还是西格尔都没有意识到，他们为所欲为的时代已经结束，他们只觉得那就像一辆受损的汽车，只要慢点儿开上几天，过后又可以飞驰起来。然而，法院

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

冻结了利文的1000多万美元的资产，防止他以此打一场旷日持久的官司。拒不认罪的利文妥协了，请求用布斯基等人的内幕换取宽大处理。

获知此事后，布斯基飞往贝弗利山找米尔肯，两人决定把他们之间金融来往的资料销毁。证交会向布斯基的律师表示已掌握了布斯基内幕交易的大量事实。布斯基明白，利文出卖了自己。他用了两个星期的时间向律师讲述自己与利文、西格尔、米尔肯等人的交易。律师建议他尽快与政府达成认罪协议。经过痛苦的讨论，布斯基答应与政府合作。

布斯基与政府合作的消息震动了米尔肯，但是他并没有惊慌。与利文他们不同，米尔肯的交易更隐秘。他为自己雇用了历史上规模最大、身价最高的律师团，并且聘请了强有力的公关公司（每月费用15万美元以上）把自己塑造成"卑鄙布斯基的受害者"，一个"天才"美国经济的拯救者。米尔肯被安排接受著名媒体的采访，大谈垃圾债券的价值。

1988年，美国国会传召米尔肯。这是米尔肯第一次与他蔑视的政府直接遭遇。听证会上，他引用《第五修正案》拒不回答问题。1988年9月，证交会发起了对德莱克赛尔公司的起诉，起诉书长达184页，德莱克赛尔公司和米尔肯都在被告之列。1988年10月，米尔肯手下的高级营销员达尔与政府达成豁免协议，这对米尔肯是致命一击，米尔肯的很多交易都是达尔做的。达尔的薪酬被大幅削减，米尔肯不再跟他说话。达尔的弃暗投明引发了一阵证人合作高潮。米尔肯的堡垒开始塌陷了。

故事到这里就告一段落，但是《贼巢》一书的主人公迈克尔·米尔肯、伊凡·布斯基、马丁·西格尔和丹尼斯·利文作为20世纪80年代华尔街内部交易丑闻的主要参与者的所作所为却会长期地留在人们记忆中，让人深思。当贼巢被剿灭后，曾经陷落贼巢的每个人都改变了自己的命运。这正是詹姆斯·B·斯图尔特试图告诫我们的。因此，美国所有图书馆，无论是公立的、专业性质的，还是学术性的，都强力推荐斯图尔特所著的《贼巢》这本有关当代人的道德的书，把它作为对社会的一个小小的警世。



是金融天才还是投机恶魔？



在世界金融界，华尔街被视为智慧、勇气、地位的象征，银行分析师们似乎也成了财富的创造者，无数个公司在他们的主宰之下合并或者分拆，要么成为业界的巨型航母，要么消失得无影无踪。金钱就这样在华尔街往来奔流。

在这浮华和有如明星的生活的背后，却往往不像看似的那般令人羡慕。人性的贪婪和道德的沦丧开始蠢蠢欲动，在达到财富、名望和权势的顶峰后，明星般的生活同样会破灭。谁能眼见金钱和名望而心若止水？谁能在这场贪婪之战中洁身自好？疯狂的时代之中，市场仍能保持理性公正吗？在没有血腥的罪行中是不是就没有受害者？华尔街此时此刻仍是智慧、勇气、财富和地位的象征，还是已经堕落为盗贼的巢穴？

这就是詹姆斯·B·斯图尔特的《贼巢》对20世纪80年代美国股市崩溃和丑闻中每时每刻上演着的故事的描绘。这本书基于他进行的连续4年的报道而得以完成。作为当时《华尔街日报》的记者，由于他的出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

色报道，荣获普利策奖。2002年底，《贼巢》与《杰克·韦尔奇自传》等一并被《福布斯》评为对商业世界产生巨大影响的20本出版物之一。

《贼巢》中描述了华尔街上从事兼并收购业务的4位重要人物——迈克尔·米尔肯、伊凡·布斯基、马丁·西格尔和丹尼斯·利文——如何建立起了金融史上最大的内幕交易网，如何通过非法的内幕交易囤积巨额财富，从而展现了在一个据称为自由市场的时代中，美国的金融业是如何从内部开始腐烂，犯罪活动如何挑战构成文明社会基础的正义感和公平竞争。

当然，《贼巢》这本纪实文学希望揭示的是贪婪引致的各种犯罪活动以及对自由市场经济的破坏和华尔街精神的摧残，尽管业界精英们拥有着财富和地位，从事着最为体面和受人尊敬的工作，但是背后的利益、贪欲和虚荣心的不断膨胀加之市场权力的滥用，使得社会道德、职业准则和华尔街精神日益沦丧。

20年已经逝去，重读历史，我们仅能引以为戒，正如作者试图警戒世人的那样：违反证券法的犯罪活动绝不是没有受害者。当内幕交易者因行使贿赂获取内幕而财源滚滚，当价格受人操纵、股票秘密囤积时，我们对市场公平的信心就会被打碎，这样，我们都将是受害者。（*原之博*）



贼巢边的新闻眼

对于许多人来说，由于金融市场的复杂性和专业性，使得它离我们的现实生活似乎非常遥远，因而对其中的犯罪行为缺乏了解。某些富于想象的人甚至会产生“金融犯罪损害的只是那些有钱人”的想法，甚至生发出某些类似“劫富济贫”的道德幻想。而作为一位对市场有着深刻认识的调查记者，詹姆斯·B·斯图尔特用自己的亲身观察打破了这种幻想。

斯图尔特在《贼巢》一书中写道：“在这场犯罪浪潮中，所有有关公司的所有权都易人了，并且通常是被迫在没有见证的情况下快速易人的。那些曾经家喻户晓的公司，如卡内申、比阿特丽丝、通用食品和戴蒙德－歇姆洛克等，在非法收购中永远地消失了。”

“其他公司，如尤纳考公司和联合碳化物公司，虽然幸存下来却元气大伤。数千工人失业，许多公司债台高筑，甚至破产或重组。债券持有人和股民们损失惨重。”

更加重要的是，斯图尔特发现，20世纪80年代的股市崩溃与其说是犯罪分子们所带来的财富损失，不如说是由他们所引发的市场信心危机导致的。正因为如此，斯图尔特在本书中，除了忠实地呈现出他所观察到的事实外，在涉及价值判断时，从头到尾贯注着一种对此类“金融骗子”的道德义愤，以至于有读者抱怨，作者对书中4个主角的憎恶，使得他忽略了“其中一些人对金融学发展所做出的贡献，有一些甚至是里程碑式的贡献。”

我曾经一度也以为，斯图尔特这种过于鲜明的道德判断在某种程度上让他背离了身为记者的客观原则。但作者在书中的一句话却让我产生了新的感觉。在谈到华尔街罪犯时，斯图尔特在《贼巢》一书中写道：“华尔街上的罪犯精于风险算计，依他们所计，犯案被捉的概率很小。人们对华尔街有一种普遍看法，即多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

数犯罪发生在灰色地带，法律对其无能为力……”事实上也是如此，在司法机关介入调查及诉讼阶段，米尔肯及其同伙凭着庞大的财力，聘请了规模空前的律师与公关班子，为他们进行无罪辩护。对此，斯图尔特饱含深意地写道：“如果在美国，金钱可以买到正义，米尔肯和德莱克赛尔愿意这样做，而且就这样做过……”

在这个案例里，金钱最终没有买到正义，然而正是在这一过程中，斯图尔特向人们展示了一名成熟记者的职业素养：作为一名负责的观察者，当所观察到的事实无法被社会既有的价值框架（如法律规范）所容纳和标示时，记者应该站在历史的高度，坦率地向后人展示自己的信念！（黄　河）



记者的楷模



詹姆斯·B·斯图尔特既是一位深度报道记者，又是一位小说家，既有记者的技能，又有小说家的独特风格和敏感性。他对美国商业、法律和政治上的重大事件进行了细致的考察。作为记者，斯图尔特经常揭露各种丑闻，他的报道就像剔除糟粕的法律文献、证词一样准确无误。为了搜集到确凿的证据，对所发生的事情进行权威报道，斯图尔特付出了很多努力，经常要采访所有的当事人，还要进行大量的调研和阅读工作，这些都需要用到丰富的金融知识和专业词汇，甚至是华尔街的行话。

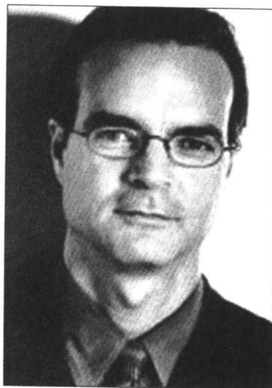
斯图尔特的纪实性小说《贼巢》，是以20世纪80年代美国华尔街股市崩溃和丑闻为背景，他给黑幕重重的华尔街创造了一个谐称——贼巢。在现在美国新闻报道的标题上，“贼巢”的出现频率极高，甚至被拿来形容陷在伊拉克困境中的白宫。作为一名深度报道记者，同时又是一个小说家，斯图尔特非常恰当地把握了纪实小说和新闻报道之间的微妙关系，这本书既是真相大白的历史，同时又是跌宕起伏的传奇。

《贼巢》一书是斯图尔特基于对华尔街“四大金刚”进行的连续4年的报道而完成的。他当时作为《华尔街日报》的记者，由于对该事件的出色报道，在1988年获得了普利策奖，同年被提升为《华尔街日报》的头版编辑。

从这些获奖文章一直到对最近商业道德危机的报道，斯图尔特探讨了权力的运用和滥用，并提出了政府和金融机构高层人员提高道德标准的方法。

斯图尔特曾为《华尔街日报》头版编辑，现为《纽约人》特约记者。他的畅销作品还有《瞎眼》和《血腥运动》等。斯图尔特还在《纽约人》上发表了一系列关于金融界和政治界人物的介绍，这些文章表达了这些人物的野心、手腕和道德冲突，刻画了当代权力精英的形象。他手法纯熟，在他的笔下，复杂的问题和事件通俗易懂。

他在文章中告诉我们幕后发生的一切是如何影响我们的。斯图尔特对事物之间的关系的透彻分析，有时都会使读者感到害怕。《旧金山调查者》称他为“记者的楷模”。



詹姆斯·B·斯图尔特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一章 华尔街之星



马丁·西格尔毕业于哈佛大学商学院，在学校是班里年龄最小的学生。1971 年 8 月，他刚从大学毕业，来到基德尔和皮博迪公司曼哈顿总部报到。那天早上，23 岁的西格尔在大厅里来回走动，观看墙上悬挂的亨利·基德尔、弗朗西斯·皮博迪和阿尔伯特·R·戈登等人的肖像。他试图把这个陌生而纯粹的金钱与权力的世界印在脑子里。

西格尔没有很多时间东思西想。他和新婚妻子甚至连行李还没有打开，他就投入到一个昼夜运作的项目，以从联邦抵押协会赢取一些新的承销业务。西格尔在这个项目上的搭档没有给他留下什么印象，他只隐约记得那人叫西奥多·罗斯福四世或五世，具体是几世没有记住。

1971 年时，越南战争打得正酣，反战声音高涨，很少有优秀学生读商学院，更不用说去华尔街了。西格尔是哈佛商学院的优秀毕业生，几乎每一个重要的投资银行或证券公司他都可以选择。他向二十二家单位发出了求职申请，这些单位都表示有兴趣录用他。

基德尔和皮博迪公司总资产大约 3000 万美元，勉强进入全国投资公司前二十名。在华尔街的等级序列上，基德尔和皮博迪公司处于第二等级，或称“重要”等级。排在它前面的是“特等”的精英投资公司或银行，如萨罗门兄弟公司、第一波士顿银行、摩根史丹利公司、美林公司以及戈德曼和塞克斯公司等。

虽然 1971 年时变革之风劲吹，但华尔街仍然分裂为两派：“犹太”派和“WASP”派。早些时候，当一些主要的公司和银行公然歧视犹太人时，华尔街上的割据状态有所改观。戈德曼和塞克斯公司、莱曼兄弟银行和库恩·洛布公司（历史上由贵族德国犹太后裔组成）等加入了最负盛名的 WASP 派的行列，这些 WASP 派的公司包括摩根史丹利公司（摩根金融帝国的一个分支）、第一波士顿银行、狄龙－里德公司及布朗兄弟哈里曼公司。有点怪异的金融巨头美林皮尔斯·费纳尔和史密斯公司曾一度被视为“天主教”公司。基德尔和皮博迪公司是 WASP 阵营里的坚定分子，西格尔是它在金融业务中雇用的第一个犹太人。

西格尔要寻求一种丰富多彩和具有刺激性的生活，只有投资银行可以满足这一点。投资银行会突然就一只新股票作出一项市场决定，或随时宣布钓到一条大鱼。经过筛选，他把目标锁定在 3 个公司：戈德曼和塞克斯、希厄森·海登·斯通以及基德尔和皮博迪。戈德曼和塞克斯公司人力资源部打电话问他，如果该公司向他发出邀请他会不会接受。西格尔没有表态。希厄森·海登·斯通公司提出的年薪最高，为 2.4 万美元。

基德尔和皮博迪公司提出的年薪只有 1.6 万美元，但西格尔看中了该公司特有的机会。这个公司里人员都比较老，而且有许多前途无限的蓝筹股客户。西格尔觉得在这里可以很快爬升到顶层。

基德尔和皮博迪公司的贵族气脉也是吸引西格尔的一个因素。该公司是美国历史最悠久的投资公司之一，1865 年在波士顿建立，当时正是内战结束前夕。早期时，该公司为修建铁路热潮融资，主要客户是阿奇森、托皮卡和桑塔钢铁公司。它的客户中还有两个业内巨擘——美国钢铁公司和美国电话电报公司。

进入现代时期，基德尔和皮博迪公司的掌舵人是阿尔伯特·H·戈登。戈登出生于波士顿一个富有的皮货商之家，毕业于哈佛大学商学院。1929 年，当公司在市场崩溃中奄奄一息时，年轻的戈登携带 10 万美元的本金来到了这个公司，当时他是戈德曼和塞克斯公司的一位债券销售员。1931 年，他和另外两个合伙人一起把基德尔和皮博迪公司买下了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

戈登爱好运动，精力充沛，仪态文雅，具有不屈不挠的性格。他把公司总部从波士顿迁到华尔街，并着手建立一批新客户。他拥有一个许多竞争对手所不具备的优势，那就是基德尔和皮博迪公司的声望在市场崩溃的灾难之后仍然有口皆碑。

市场崩溃和大萧条的震动在国会掀起了改革运动，从而从 1932 年开始，由特别法律顾问费迪南德·皮克拉在参议院举行了一连串的听证会。在听证会上，皮克拉对华尔街的一些主要投资业务员进行了严苛的诘问，使美国公众了解了什么是内幕交易，什么是操纵股价，什么是通过投资信托进行投机活动。揭露的大多数问题涉及信息被少数受益者把持而广大投资者无从知晓。这些信息不但直接影响股票价格，如兼并价格或收购报价，而且对内行人还有更微妙的用处，例如判断报价和询价之间的实际利差，或了解购买大宗股票者的身份及其购买动机。

听证会引起了轩然大波，公众群情激愤。在这种情况下，国会通过了两个历史性的法案——《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》，并成立了一个新的联邦机构——证券交易管理委员会，具体负责法律的实施。同时，鉴于执行证券法规的重要性，国会还制定了相应的刑事条例。

通过把银行业与证券承销、资本融通和股票、债券及其他证券的发行分开，证券法律为现代投资银行业搭建了活动的舞台。根据戈登的指示，基德尔和皮博迪公司集中精力从事证券承销业务。该公司率先在美国各大城市开设办事处，按照戈登的话说，这是“推销你的成功之路”。

在基德尔和皮博迪公司的历史上，它大多数时候都是一个受到牢牢控制的合伙制公司，戈登个人拥有公司的大部分所有权和利润。20 世纪 60 年代公司进行股份制改造时，所有权没有什么变化，戈登成为最大的股东。他在向公司管理人员赠送股权方面非常小气。

在戈登的稳健领导下，基德尔和皮博迪公司很繁荣，甚至说得上是辉煌。为避免再次出现资本危机，戈登坚持要求公司管理人员把个人收入再投入公司。这使得公司在 1969 年交易量和利润突然下跌时躲过一劫，那次事件对华尔街打击很大。公司副总裁拉尔夫·德农齐奥是纽约证券交易所的副主席，帮助处理像古博迪和杜邦这样老牌公司的合并事务。1971 年，也就是西格尔从哈佛商学院毕业那一年，德农齐奥成了证交所的主席。



第三章　套利人的游戏

但是，自从这次吃饭后，布斯基和穆赫伦之间开始建立起一种亲密的业务关系和私人友谊。一年后，穆赫伦和南希在他们的家乡——新泽西州拉姆森补办结婚仪式，受邀宾客五百人，布斯基也参加了。穆赫伦夫妇也曾参加布斯基大儿子和女儿的受戒仪式。

这次吃饭后不久，刘易斯开始和布斯基合作，但不到一年两人就闹翻了，布斯基赶走了刘易斯，起因是两人对一笔 25 万美元的盈利应该归谁争执不下。布斯基打电话问穆赫伦的意见，穆赫伦说：“把这钱给他，伊凡，这该有什么呢？”

布斯基想了一会儿说：“不行，我不能给他。这是一个原则问题，倒不是我在乎这笔钱。”

“别跟我说这种废话！”穆赫伦回答，“钱就是你的原则。”

然而不久，25 万美元在布斯基和穆赫伦眼里就将成为一笔微不足道的小钱。美国行将出现历史上规模最大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

收购狂潮，这股收购潮将给他们带来做梦都想不到的巨额财富。

在收购潮中，许多人突然发疯似的并购现有公司，而不创建新公司。对于这种现象，虽然业内人士从经济方面作出了很多解释，但是，它可能还有金融原因和心理原因。整个 20 世纪 70 年代，投资商一直注重公司的盈利和相应的价格 - 盈利比，把这些东西作为衡量公司价值大小的尺度。越战和欧佩克引起的通货膨胀使经济遭到很大破坏，同时税率居高不下，利率不断攀升，使得公司利润微薄，步履维艰。这样，正当通货膨胀把公司资产的价值推得越来越高的时候，公司的股票价格却始终在低迷中徘徊。

与低价资产发生关系的是政府税法在债务利息支付方面非常慷慨。公司股息不能减免，而债务利息支付则可以全部减免。这样，用借贷资金购买公司资产就意味着可以把很多成本转嫁给联邦政府。1980 年罗纳德·里根当选总统，向金融市场发出了一个强有力的信息："怎么着都行"。里根当政后，首先做出的一系列政府举措之一就是，司法部撤消了针对 IBM 的十年反托拉斯案。在这个资本主义肆意膨胀的新时期，公司兼并做大显然不会再成为问题。于是，在像石油这样的已经是寡头垄断的行业，规模经济突然可以实现了，而在卡特当政时期，这些行业要想进行公司合并，连考虑的余地都没有。

激发收购狂潮的真正原因是收购能够赚大钱。先收购公司，然后再把它卖出去，一买一卖之间，金钱便滚滚而来。前财政部长威廉·西蒙（尼克松和福特政府时期在任）1982 年买下吉布森问候公司，16 个月后将其出售，获利 7000 万美元（投资商的收益为最初投资的一百倍）。这起收购案成为华尔街上的热门话题。突然之间，"现金流动"成了估价的代名词，取代了过去的盈利概念。（"现金流动"是在出现公司拆卖的情况时用来支付利息或"资产价值"的资金。）公司袭购手开始出现，他们买下一个公司，大刀阔斧地削减费用或无情地化整为零，然后将资产出售获取巨额利润。在公司买卖中下一个最好的差事是当投资业务员、律师或套利人，他们在金钱倒手过程中收取中间费，风险要低得多。

1981 年，杜邦公司以 78 亿美元的惊人天价买下美国第九大石油公司——克诺克公司，公司收购狂潮从此真正开始。这起迄今历史上最大的收购案卷入的竞购者多达 4 家，即多姆石油公司、美孚石油公司、西格莱姆公司和杜邦公司。它们在竞争中都需要大批的投资业务人员和收购事务律师，华尔街上每个大的公司实际上最后都参与了进来。这起收购对套利者来说可谓天赐良机，每个套利人都大发了一笔。克诺克公司的股票在交易市场上每股不到 50 美元，5 月份恶意兼并开始时，多姆石油公司出价每股 65 美元，此后一路飙升。8 月份，杜邦公司最终赢得这起收购时，其出价达到每股 98 美元。

每个套利者在这起收购案中都收获颇丰，但布斯基的表现更是卓尔不群。他安排他的法律顾问斯蒂芬·弗莱丁领导一个律师小组，研究这起收购案中的有关法律问题，包括涉及美孚石油公司的复杂的反托拉斯问题。他不断与穆赫伦及其他套利人进行电话联系，密切关注克诺克公司股票的交易数量和交易模式，适时预测接下来可能出现的更高的收购报盘。他周密考虑各种可能情况，充分利用每一条信息。然后，他根据所掌握的信息和对形势的分析，把布斯基股份公司（此时刚成立不久）的资金悉数押在克诺克公司的股票上。如果他此次失算，公司就会彻底倒闭。结果是，只此一役，布斯基使他的资金翻了一番，到手纯利将近 4000 万美元。对布斯基及其同事们来说，这是一场惊心动魄的战斗，也是一次令人陶醉的经历。

穆赫伦也始终一帆风顺。他以前总是梦想赚大钱，并希望别人说"他是诚实致富"。现在看来，他的梦想实现了，而且在"克诺克大捷"之前就实现了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在美林公司，穆赫伦不到30岁就成了一个身家数百万的富翁。1980年，他在家乡新泽西拉姆森的高尚社区购置了一幢维多利亚风格的滨水豪宅。这所房子是由一个富有的教区居民遗赠给教会的，弗朗西斯·斯贝尔曼主教曾在这里住过。穆赫伦的母亲嫌他买这房子花钱太多。穆赫伦说："如果你不知道我有多少钱，怎么知道我花钱太多?"

"天哪，40万美元!"她惊叫道，"这太多了!"

穆赫伦加入了斯比尔·利兹和凯洛格公司，这是纽约股票交易所最大的专家公司，其股票交易和套利业务都很活跃，公司的办公地点在曼哈顿百老汇南侧的律师俱乐部旧址。穆赫伦把他的交易台直接安放在一扇哥特式窗户旁边，这扇窗子很大，镶着有色玻璃。

穆赫伦沉浸在金钱带来的快乐中。他慷慨地向母校罗诺克学院捐款，向当地慈善机构捐款，也向其他邀他捐助的机构捐款。他立了一条规矩：有人要他捐助他就捐，不问为什么。他和妻子收养了5个孩子，其中3个无学习能力。他买了一个海滨度假屋，并在弗吉尼亚山地买了一处6000英亩的农场，在那里放牧一群北美野牛，此外还在劳德戴尔堡购置了一套冬用房屋。有时，他乘豪华私人快艇往返华尔街，把快艇泊在南街港。他打猎，滑雪、收藏古董、玩喷气式飞机。到20世纪80年代初期，他的钱已经多得连他自己都不能确切说出有多少，全由会计和律师打理。他只是告诉他们，如果发现他花得太多就制止他，而他们从来没有这样做过。

穆赫伦还为自己在套利交易行业手法怪异、特立独行而怡然自乐。他喜欢与套利人斗智斗勇，他认为大多数套利人都是肥胖而懒惰的，他还吹嘘说他常常"一顿就把他们吃掉"。他最喜欢做的一种把戏是，在某个大的市场决定宣布前半小时左右开始重手出击，比如，一项可能促成或撤销一起合并案的法庭判决宣布前夕，他着手大量买进或售出股票。实际上，穆赫伦常常事先并不知道结果会如何，只是出现的结果往往与他的判断一致，使人觉得他似有先知先觉。套利人都对他佩服得五体投地，特别是布斯基。

"你发现了什么?"布斯基经常在电话里屏着呼吸问，"你知道了什么?"

"什么也没有。"穆赫伦平静地回答，"我只是给人们玩玩捉迷藏。"

"你神经病! 你简直是个小孩儿。"布斯基会这样大叫，然后挂断电话。这时，穆赫伦就哈哈大笑起来。

当市场疲软时，穆赫伦喜欢大量抛售股票，知道这样会进一步压低股价，使其他拥有大量股票的套利人备受折磨。这时，这些套利人会蜂拥给他打电话，寻求信息。一般情况下，他都对其置之不理。接着，当看到他们在惊慌失措中纷纷出售手中的股票时，他就折身回来，以更低的价格重新买进。

穆赫伦有一个原则，就是不与投资业务员来往。在他看来，这些人傲慢自大，华而不实，对他没有实际用处。他们只会向他说谎，或给他提供内幕信息，而谎言毫无价值，内幕交易违法。有一次西格尔打电话找他，他没有理会。另外，他还回避新闻媒体。

穆赫伦与布斯基关系密切，布斯基是他经常与之交流信息的少数几个业内人士之一。他们两人几乎天天联系，如果布斯基没找着他，他就给布斯基回电话。几乎从他们第一次见面起，穆赫伦就让布斯基觉得此人可交。虽然穆赫伦具有叛逆性格，但他一直想博得大多数人的喜欢。向布斯基提供信息使他感觉很好。随着时间的推移，穆赫伦成了资深交易员，从事大宗股票的交易，对主要买卖者的身份比较熟悉。这对套利人来说是宝贵的信息，因为买主的身份常常可以间接反映出它可能是恶意兼并者还是普通购买者。例如，如果买主是某个州的养老基金会，那它就是普通购买者，买股票只是进行投资，不可能进行恶意兼并。而且，布斯基在股票购买权交易方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

面还要依赖穆赫伦的技能。作为对穆赫伦的回报，布斯基把他的许多交易都交由穆赫伦所在的公司经手，使该公司赚取交易佣金。他成为穆赫伦所在公司的最大客户。

但是，他们在交流中很少谈及私事。布斯基认为，每个人都为一件东西所驱动，那就是钱。布斯基偶尔提到他的孩子，但他从不谈论他在生活中真正关心什么。穆赫伦收养的几个孩子中有 3 个无学习能力，布斯基最小的孩子是一对双胞胎，也无学习能力。布斯基甚至不谈论他的性生活，这在华尔街是不多见的。在穆赫伦的经验里，华尔街上每个人都谈论自己的性生活。有一次，穆赫伦在新泽西的家附近新开了一个水上游乐园，穆赫伦对布斯基说："伊凡，我要拽你去游乐园玩，把你从滑水道上推下去。"布斯基默不作声。

布斯基有时很体贴人。一个星期五，穆赫伦的妻子带着孩子去了佛罗里达。他和布斯基打电话时，布斯基非要派车接他来位于基斯科山的家里参加聚餐会。其他客人有，曼哈顿政界人士安德鲁·斯坦因、作曲家朱尔·斯坦因、喜剧演员阿伦·金以及他们的妻子。穆赫伦是个汽车迷，布斯基带他去车库参观他新买的一辆劳斯莱斯 Silver Cloud 系列敞篷跑车，这辆车旁边还停放着一辆老式劳斯莱斯 Phantom Five 系列豪华轿车。

有一阵子，穆赫伦在婚姻上遇到了严重问题，跟布斯基说他想离婚。"不要离婚。"布斯基说，"你可以找哈桑·韦基利谈谈。他是我的好朋友，我打 14 岁就认识他，我们一起上学，一起长大，关系很铁。"穆赫伦和韦基利相约在广场饭店的棕榈厅会面。韦基利身材纤瘦，彬彬有礼，长得像欧洲人。他询问了穆赫伦的婚姻问题和个人生活情况，然后开导他："家家有本难念的经，冲突是不可避免的。离婚并不是解决问题的最好方法。"穆赫伦听取了他的建议。

1982 年 5 月，著名袭购手布恩·皮肯斯对另一家大型石油公司——都市服务公司发起恶意兼并，这起收购似乎要成为克诺克收购案的翻版。几个星期后，海湾石油公司以每股 63 美元对都市服务公司进行善意兼并，做"白衣骑士"拯救该公司。都市服务公司同意被海湾石油公司并购，以避开皮肯斯的魔掌。布斯基调集了一笔相当于他公司总资产的资金——7000 万美元（其中 90%是借贷的），用来购买都市服务公司的股票，信心十足地等待重温克诺克之梦。用负责研究工作的兰斯·莱斯曼的话说，这是一笔"把老祖宗都押上"的交易。

8 月 6 日（星期五）下午晚些时候，莱斯曼看到布斯基急急忙忙走出办公室，脸上挂着惊慌。他告诉莱斯曼，他刚刚听到传言，称海湾石油公司出于反托拉斯的忧虑，可能要退出对都市服务公司的收购。纽约股票交易所刚刚收市，但都市服务公司的股票正在太平洋股票交易所（到东部时间下午 4 点半才收市）和所谓的秘密"第三市场"上交易，交易情况现出不祥之兆，股价开始下跌，下跌了 4 到 8 美元。

布斯基公司办公室里的麦克风响了，布斯基在里面喊道："都开足马力！"交易员们立即行动起来，发疯似的给西海岸的股票经纪商（如杰弗里斯公司）打电话，为布斯基手里的股票寻找买主或做套期保值。这时，股市收录器上传来的消息确认了可怕的传言：海湾石油公司要从收购案中抽身而退！布斯基的买入股权价值急转直下，他进退维谷。更糟的是，追加保证金的通知开始蜂拥而来，要求全额偿付借来购买股票的资金。

布斯基股份公司陷入了严重困境，即使它持有的所有其他股票全部变现，也远远不够兑付追加保证金。更糟糕的是，布斯基还从银行借了 2000 万美元的无担保贷款，其中 500 万贷自大通银行，500 万贷自化工银行，1000 万贷自两个欧洲的银行。这些贷款是即要即付的，即无论什么原因，只要银行一下付款通知，公司就必须兑付，而这些银行几乎肯定会得到布斯基陷入危机的消息。接着，纽约股票交易所和美国证交会会找上门来。虽然最后究竟如何很大程度上要看下星期一开市时都市服务公司股票的价格走势，但十之八九布斯基会破产，并被控违反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资金管理规定。布斯基的公司可能要被清算。

那天晚上，布斯基离开办公室去与律师和会计开紧急会时，脸色苍白，表现出罕有的平静。他的这种情绪使莱斯曼很担心，于是他夜里往布斯基家里打了个电话。使他惊奇的是，布斯基好像镇定自若，挫折中仍不失高雅。“这就是游戏，”布斯基说，“游戏就是这样玩的。”莱斯曼努力宽慰他，指出这次投资实际上并没有问题：海湾石油公司的反托拉斯问题本来无关紧要，显然只是退出的借口。莱斯曼说：“这就像你决定过马路。绿灯亮了，你开始过，这时一幢建筑物却倒下来砸住你。”布斯基好像很喜欢这个比喻，让莱斯曼又说与西玛听。

接下来的星期一上午，都市服务公司的股票没有在纽约交易所上市交易，原因是“买卖失衡”，即都是卖主而没有买主。交易所要到这只股票的价格能够吸引购买者时才将它开盘交易，而它的价格走向很大程度上取决于布斯基将如何行事。他会不会迫于还贷的压力将这只股票大量抛售，使股价变得更低？在布斯基公司的各个办公室，每个人脸上都写满焦虑和紧张。除了都市服务公司的股票外，其他股票都变现了。大家在股市行情收录器旁不安地走来走去，紧盯着电脑屏幕，等待开盘价格。开价指示牌上的价格显示不断下降，从每股 50 美元降到 45 美元，然后更低。大家知道，如果跌破 30 美元，他们就可能彻底完蛋。

布斯基及其公司命运系于一线，在这紧要关头，他开始了一场“外交斡旋”，陪同者有他的法律顾问弗莱丁、外聘会计史蒂文·欧彭海姆和主管会计西特拉格·穆拉迪安。他首先去拜访借给他无担保贷款的 4 家银行，敦请他们不要收回贷款。这是一项棘手的任务，处理方法必须恰到好处，既要让他们不收回贷款，又要使他们不会因他现在的窘境而过度担心他的偿付能力。但是，布斯基表现得很好。他沉着冷静，能言善辩，相信在都市服务公司股票上的投资最终会获得成功。他要努力争取时间。

然后，他们去股票交易所会见有关官员。

“如果这只股票以 45 美元的价格开盘，你们怎么样？”一位交易所官员问道。

穆拉迪安快速算了一下，回答说：“我们觉得不错。”

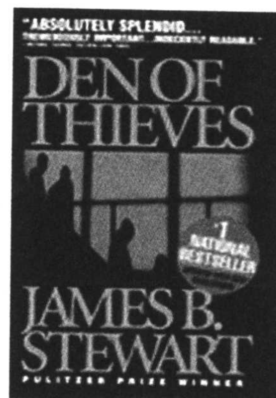
“以 40 美元开盘呢？”

“有点吃紧。”穆拉迪安承认。

“30 美元呢？”

穆拉迪安看到，布斯基对这个官员的强横口气和轮问法感到厌烦。“你看！”穆拉迪安生气地说，“如果股票以零美元开盘，我们就不要做生意了，华尔街上的其他人也不要做生意了。”这位官员简捷地告诉他们，他们必须符合交易所的资金规定，不会有特殊照顾。

他们回到公司等待。最后，在离当天收市只剩半小时时，都市服务公司的股票开盘交易了，开盘价为 30 美元，还不到海湾石油公司当初出价的一半。在这个价格下，还不能确切地知道布斯基是否破产，但形势愈加严峻了。布斯基不得不抛售这只股票。以前曾有许多次，他被赶到失败的边缘，现在，他又一次落到了这般境地。



《贼巢》
英文版封面

这时，他想只有一个人他可以求助，那就是约翰·穆赫伦。像大多数套利人一样，穆赫伦买进了大量的都市服务公司股票，但他有先见之明，把其中很多通过期权交易做了套期保值，因此没有遭遇布斯基这样的情况。就在那个星期一下午，大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

约3点多钟，布斯基给穆赫伦打电话。

“我们遇到了一个大麻烦，”布斯基说，说话的口气让人听来情况很严峻，“你能帮我们一把吗？”

“是吗，什么大麻烦？我知道你损失了一点。”穆赫伦回答。虽然布斯基是穆赫伦所在的斯比尔·利兹和凯洛格公司的最大客户，他的大多数交易都通过该公司进行，但穆赫伦并不了解布斯基的具体股票购买情况，这些内容在公司里是保密的。

“我不得不抛售手里的都市服务公司的股票了。”布斯基说，没有对问题作过多解释。穆赫伦认为都市服务公司的股票看起来会有新的起色，所以在询问了公司的立场后，他说要接下100万股。布斯基一听穆赫伦要那么多，反而犹豫了，但后来还是出于需要，同意以每股低于30美元的价格给他40万股。

一个小时不到，布斯基又给穆赫伦来电话了。“我们又有大麻烦了。”他说，并要求收市后与穆赫伦和他在斯比尔·利兹和凯洛格公司的合伙人见面。“帮助想想方法，看我怎样才能摆脱困境，怎样才能符合交易所的规定，因为他们说我没有符合他们的规定。”听起来布斯基开始绝望了。

“好，”穆赫伦同意，“我看看能帮你做些什么。”

穆赫伦与几个同伙人碰了个头，他们对此事都很担忧。由于布斯基手里的股票很多，如果他垮掉，可能引发抛售恐慌，从而给斯比尔·利兹和凯洛格公司带来损害。而且，布斯基是该公司的最大客户，他们不愿眼睁睁地看着他破产。

下午4点半左右，布斯基、欧彭海姆、弗莱丁和穆拉迪安等人来了，一同到来的还有一位股票交易所的官员。

“你不能解决这个问题吗？”欧彭海姆问穆赫伦。

“我不知道该怎么解决。”穆赫伦回答。

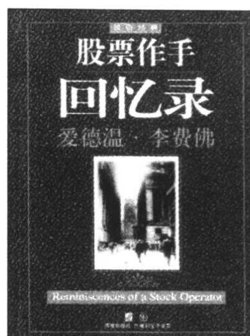
“我倒有一个解决办法。”欧彭海姆说，接着转向布斯基，“这个办法在公文包里。”

欧彭海姆打开公文包，拿出一把日本自裁刀，递给布斯基。布斯基没有笑。

然而，经过3个小时的紧张磋商，他们拟出了一个解决方案。穆赫伦设计了一套复杂的股票购买权交易，借此可将都市服务公司股价进一步下跌给布斯基带来的损失转移给斯比尔·利兹和凯洛格公司。这样，布斯基就不用抛售余下的股票，从而减轻市场上的销售压力。作为回报，布斯基手里的都市服务公司股票日后若有收益，一半以上归穆赫伦及其所在公司所有。股票交易所官员对此表示同意，认为这种安排化解了布斯基的抛售压力，也符合资金管理规定。

穆赫伦和布斯基一直相信都市服务公司的股票是有价值的，事实果然如此。尽管海湾石油公司退出了对都市服务公司的收购，但皮肯斯还在“继续玩”。正像华尔街的人常说的，一个公司一旦被别人瞄上，除了举手投降或寻找救星，基本别无他法。就在两个星期后，奥克西邓特尔石油公司介入收购，出价每股58美元，引起股价猛涨。最后，穆赫伦及其所在公司从布斯基拯救计划中赚了将近1000万美元，穆赫伦在公司上下被叹为英雄。据估计，这场危机使布斯基损失了2400万美元，约为其公司资产的1/3。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《股票作手回忆录》

【美国】爱德温·李费佛（1877～1940）

在我看来，那些分时图迷走入了误区，这就像过于专业化往往导致钻牛角尖一样，缺乏灵活性就会付出沉重代价。投资是一种艺术，股票投机尽管遵循一些主要的法则，但不仅仅只依赖数学或定理，甚至在我研读行情的时候，我所做的也不仅仅是计算，我更关心股票的行为举止，换句话说，我关注的是那些能使你判断市场是否与先例表现一致的证据，如果股票表现不妙，就不要碰它。如果找不出股票表现不妙的原因，当然你无法预知市场的方向。无法诊断，何以预测；不能预测，自然赚不到钱。

观察股票行为和研究已往行情变化已是古老的学问了，初到纽约就听见一个法国佬常常在一家经纪行大谈他的图表，当初我还以为他是经纪行豢养的怪人。然而我以后发觉他的话很有说服力，很感染人。他说图表是唯一不会说谎的东西。借助他的图表就可预测股市走势，同样也能加以分析，比如为何基恩能够巧妙地操纵股票上涨，能在有名的凯奇逊投资取得很大成功，又怎样在南太平洋的投资上失败。有些职业交易商偶尔尝试了法国佬的方法，但后来又回到谋生的老路上去。他们认为打游击的方法风险不大。听法国佬说，基恩承认他的图表百分之百正确，然而在活跃的股市上，该方法实际操作起来太慢。

——引自《股票作手回忆录》



爱德温·李费佛是美国历史上最伟大的投机人，他以个人的力量，曾经使华尔街战栗、胆寒！他的投机理念和操盘术，一直是全世界投机客追捧和模仿的最爱。

《股票作手回忆录》一书是爱德温·李费佛的经典作品，介绍了迄今最伟大的股票和期货投机天才 20 世纪初期货、股票市场中数次破产后数次崛起的酸甜经历。

《股票作手回忆录》一书对于许多初入市者来说是一本入门的好书，书中所体现的一些闪光思想，即便是一些市场老手看后也不得不击节而叹。就《股票作手回忆录》一书对交易者的心理分析及正确运用而言，几十年以来任何一本书都难以望其项背。一代又一代的金融专业人士和交易员都阅读过这本书，从中学习金融操作所应秉持的态度、反应及感受。

“《股票作手回忆录》对大众心理和市场时机的把握……在 70 年后依然保持了高度的准确性。”这是美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国投资界对此书的评价。福布斯杂志的编辑肯尼斯·费舍对《股票作手回忆录》一书的评价是："我读了20年，直至今日，它仍是我案头上的必备。"

《股票作手回忆录》一书生动易读，也是国内操盘手必读的佳作。虽然书中所介绍的当时的市场与现在已大不相同，但股市高手的理念生命力常在。股票投资者在详读这本传记体书籍后，也许会发现，从事金融操作多年的经验，却不如窥一本书所获为甚。





20世纪初的美国还不是世界强国，其国内的经济成长率约等同于现在新兴市场的成长率，在当时买卖公司股票，并不像现在这般有规则可循并受有关单位监管。《股票作手回忆录》尽管写于20世纪20年代，却经久不衰，它确实像一部经典的西部片般魅力长存。后来很多书有意无意地模仿《股市作手回忆录》的写法，偏偏就是缺了那种感觉和深入人心的激烈。这本书描写的是美国早年的市场环境，充满了欺诈和操纵，但许多教训和经验却值得后人借鉴。

《股票作手回忆录》这本书讲述了伟大的股票和期货投机人爱德温·李费佛的传奇经历，除了告诉读者做交易员究竟是怎么回事以外，作者在书中还总结了自己的投资经验。

翻开这本回忆录，每一个章节的题目都是作者毕生经验教训的经典语录。除了买卖股票的看盘技巧，《股票作手回忆录》还揭示了人性在整个股市价格演变中的重要。希望和恐惧这两大人性的弱点在此书中被描述得淋漓尽致。毫不夸张地说，如果一个投资股市的人没有读到这本书，假如这个投资人又把股票当作自己的情人对待的话，那么显而易见，他对自己的"情人"了解得还不够深厚。

书中先介绍了李费佛投机生涯的开始。李费佛14岁时，在一家股票经纪行里做计价员。忽然有一天，李费佛正吃午餐，办公室一位比他年纪稍大一些的同事跑来找他借钱。李费佛问他要做什么。对方说，他探听到了伯灵顿公司的好消息，如果能找到人来帮他一把，就要抓住这个机会玩一把对赌。

李费佛忽然意识到，并非只有年纪大的富有的人才可以做交易。从这以后他便开始在对赌行里独自做交易了。15岁时就赚到了他的第一个1000美元，很快就又赚到了10000美元，成为对赌行里有名的"投机小子"，直到所有的对赌行都拒绝再同他交易。

20岁的李费佛带着2500美元来到了纽约。由于在股票交易所看到的股票价格变化很快，而且大笔的单子还会影响股价的波动，这和对赌行的规矩不一样，使李费佛很不适应，很快他就赔光了所有的钱。于是他又回到对赌行去赚钱，但由于名气太大，他重新到对赌行去捞钱又总是被千方百计地阻止，于是李费佛不得不回到证券经纪商那里进行交易。李费佛说："要是他们不拒绝接受我的交易，我会永远在对赌行做下去的。我就只会抓住上下几点的波幅赚些小利，就再也学不到更多的股票投机技巧了。"

李费佛在股市中几沉几浮，曾经一天赚进100多万美金，也曾经一贫如洗。在此期间他从自身的经验和他人的经历中悟到了很多股票和期货投机的真经，比如股市不可能达到光辉耀眼的顶点，也不会突然以其相反的形式告终；股市可能或者经常在价格普遍开始下跌之前很久就终止买空的局面等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

李费佛认为观察、经验、记忆和数学，是这些成功的交易商必须依靠的东西。不但必须观察准确，而且必须永远记住自己观察到的东西，不能在毫无根据或出乎意料的事情上下赌注，不管自己对于这种无根据的东西会多么确信，也不管多么肯定这种出乎意料的东西多么频繁地出现。必须总是在可能性上下赌注，就是说，要预料这些可能性。在这种投资活动中，多年的实践、持续不断的钻研、永久的记忆，就能使投资者在这种出乎意料的事情出现和消失时立刻作出反应。可以说，阅读《股票作手回忆录》一书，读者会了解到李费佛的很多经典的投资理论。



70 年来最好的投资著作



投资者都需要在市场上实际操作，难就难在实际操作。首先，投资好比选美，但是不能按照自己的标准，而是要按照流行的标准，问题是标准时时在变；其次，在搜集信息和研究决策时，操作者主要依靠理性分析，但是一旦入市，贪婪和恐惧就不知不觉抢过了舵把。

如何“客观”地按照市场的标准选美，特别是如何在交易过程中确保理性始终掌舵，这是市场操作者的最大挑战。《股票作手回忆录》一书的作者爱德温·李费佛以自己多年的实践经验回答了这些问题，从如何研究开始，讲到如何开立头寸，如何在持仓过程中前后一贯地保持理性，如何在危险到来时平仓了结。其中既有成功的喜悦，也有失败的懊恼。如果留意，还会注意到，李费佛亲身经历的正是美国股市 20 世纪二三十年代的疯狂牛市，以及随后而来的十多年官方加强监管、市场长期调整的历史，这段历史和国内股票市场的现状相映成趣。还有什么比这活生生的经历更能启发你呢？

《股票作手回忆录》一书是美国投资领域的经典著作，详细讲解了李费佛所身体力行的交易技巧和方法。正因为他是一位数十年征战市场的实践者，写的又完全是自己的实践经验和教训，既讲解了他的实用理论，又介绍了具体做法，因此，此书具有完全不同于理论书籍的独特价值。投资是一门艺术，最好有师傅手把手地领我们入门。虽然我们已经无缘得到这位投机大师的言传身教，但是毫无疑问，本书是李费佛传道授业的肺腑之言，好好读一读，领会其中新意，仅次于受他本人耳提面命。（丁圣元）



惊心动魄的回忆录

从文采来看，《股票作手回忆录》一书较为平淡，当然，此类并非小说类的作品更适合以这种口吻来阐述，架构和线索也清晰简单，循着爱德温·李费佛投机生涯道路的展开，在此过程中他的理念也由感性走向理性和成熟，中间穿插着许多小故事，虽然有些足以令人惊心动魄，但作者没把精力放在“扣人心弦”上。《股票作手回忆录》一书中人物关系简单，以第一人称叙述，在某种程度上，可以视为记事本，中间夹杂着许多即时的心得。在投机（或投资）理念方面，道出了许多非常朴素的经验（或者真理，至少到目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前为止），并勾勒出李费佛的交易体系的框架。从中不难发现，虽然路有千万条，但很多根本性的东西却是相通的。文中的多条“规则”与江恩所推崇的不谋而合。

李费佛的失败违背了他从前遵守的原则，这点是毫无疑问的。如此，人性的弱点又一次战胜了出类拔萃的人，这和击败其他亿万普通群众一样。在对赌行，李费佛总是屡战屡胜，以至于几乎将对赌行视为提款机。但由于对赌行通常规模较小，满足不了李费佛大手笔操作的要求，同时，大大小小的对赌行都对李费佛实施关门政策，甚至在采用“替身战术”之后也被察觉并封杀，迫得李费佛走上正规的投机路，并有机会“真正掌握了投机”。但他初入行却屡战屡败，不得不屡屡借款，并想方设法在对赌行赢得利润后再次返身搏杀。在《股票作手回忆录》一书中，李费佛濒临破产或已经破产的情况出现的概率是比较高的，但他是成功的，从谷底到高峰的历史重演了数次，尽管李费佛再三强调吸取教训、不再次犯同样错误，书中有这么一句话：如果一个人不犯错的话，那他一个月之内就能拥有整个世界了，但如果他不从错误中吸取经验教训的话，那就连上帝所赐的东西都得不到一件。可是在太多的胜利面前，他对风险的认识确实在淡化，书中有轻慢风险的口吻，“我一直认为假如只花一百万就能得到教训，何必花去那么多呢？不过命运之神不总是让你自己开价。她把受教育的乐趣让给你享用，然后把账单呈上来，她知道无论数目多大，你不得不付账。”

《股票作手回忆录》一书中作者爱德温·李费佛也说了一句老话：华尔街没有新鲜事。幸好，世事并不是简单地重复，否则该是多么无味。其实，丰富多彩的也许都只是形式，但已足以令人沉醉。无论是成是败，都难以简单复制。理念的形成有特定的环境，就像没有绝对的真理一样，我们只是力图寻找共性的东西。（何　克）



美国历史上最伟大的投机人



爱德温·李费佛 1877 年出生于美国，14 岁就开始担任书写股市行情板的工作，替经纪人公布股价变动资料给客户。尔后他开始记录热门股的价格波动，逐渐被眼前的变动模式所吸引。他自觉具有预知股价是否即将巨幅变动的能力。这种类似个人直觉的游戏，让他玩得相当开心，直到有一天，同公司的另一位小男孩问他，是否要一起买柏林顿公司的股票时，李费佛这才惊讶地发现，原来不是只有老人家才有钱炒股票。那位小男孩带他到空头交易的盘口，在这里人们可以针对股价变动下赌注。盘口的员工，看起来就像股票经纪人一样，其实根本就是在赌博。他们替顾客保留交易记录，但并没有真正买卖股票。

涉足股市后，爱德温·李费佛开始尝到买卖股票证券的滋味。当时他是每周只赚 1 美元的小职员，在一家波士顿的经纪厅里往行情板上记录行情。他特别聪明，很快就能应用百分比来表示价格的起落。每天傍晚，当他把这些收盘价和百分比抄到他的笔记本里的时候，他很快就能够从中看出某些股票的价格变动趋向。若不是由于他快速的心算能力，他会一直在那儿干下去的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

李费佛在数字方面的天赋和他在“指数”赌博活动上的特殊本领，终于使得波士顿地区的每一家做买空卖空投机生意的商号都将他拒之门外。在这里，有人玩变骗局戏法，有人扮演哈姆雷特悲剧角色，而李费佛就好像上帝赐给他做股票的天赋一样。他有一个奇妙的鼻子，总能及时嗅出别人的花招戏法。当某家公司的股票正处于高峰时，或是某家股票即将下跌之际，他会首先知道。于是他成了一个熟练的空头投机商，从买空卖空中大赚钞票。

在 1906 年，一夜之间李费佛就成了富翁。那时，他和女友在大西洋城——那里的舞厅或许可以说是东海岸最时髦的聚会场所。李费佛偶然走进一家经纪厅，到里面匆匆看了一眼。那时股票正在上涨，是一个确定无疑的看涨市场。其中有一家公司引起了他的注意，那是联合太平洋铁路公司。它的股价高得很，而他认定那股票会下跌，就提出要卖出 3000 股。那股票却继续上涨，他在第二天又卖出 2000 股。那天是 4 月 18 日，李费佛统共做了 5000 股空头，联合太平洋铁路公司的股票仍然居高不下。就在这一天，旧金山被一场地震毁掉了。铁路大乱，联合太平洋铁路公司的股票一落千丈。傍晚未过，李费佛已经成了百万富翁。后来不到一年，李费佛在纽约证券交易所里又做了一次空头。在这场股市危机过程中，他每天都赚好几万美元。

李费佛也有运气不好的时候。1908 年，他在一场棉花囤积投机买卖中赔掉了 100 万美元。但是第一次世界大战时，他在钢铁和汽油上赚取了巨额的利润。他正确地判断美国会从战争中捞取好处，促使工业繁荣起来。在那段时间里他做多头。在停战协定签订的时候，他又转做空头，因为他知道回国的士兵必然失业，那就必然搅乱过热的经济。

到 1925 年时，据说李费佛已拥有 2500 万美元以上的钱财，有一所位于曼哈顿的漂亮公寓，一节自用的铁路客车车厢，在欧洲有别墅，在纽约长岛北岸有一所周末住宅……他还拥有那个时代几乎闻所未闻的一架自用的专用飞机。

然而，李费佛的后半生却十分不幸，他的生意屡屡失败，财产尽失。1940 年 11 月，一个大雪纷飞的日子，李费佛走进一家大旅馆的卫生间，从口袋里掏出手枪，结束了自己的生命。他在留下的遗书中写道：“我的一生是一场失败。”这位曾经风光一时的投资家虽然过早地离世，认为自己的一生是失败的，但是很多人却从他那里学到了很多宝贵的经验，特别是他的《股票作手回忆录》一书中的闪光思想，指引了无数陷入市场迷途的投资者。



第 2 章　生市场的气对你没有任何好处

原著精选 YUANZHUJINGXUAN

当我发现柯斯莫普利坦经纪公司采用不正当手段以 3 个点保证金的障碍和 1.5 个点的溢价都无法击败我，并向我暗示不愿再接我的生意以后，我不久就决定到纽约去，这样我可以在纽约股票交易所的会员公司里做交易。我不想去波士顿的任何一家经纪公司，因为在波士顿行情报价必须得通过电传机传递。我想去靠近交易所的地方。这样我在 21 岁的时候来到纽约，总共带了 2500 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我曾经告诉过你们，我 20 岁时就已经有 10000 美元了。我在制糖公司股票交易中交纳的保证金超过 10000 美元。但我并不是总在赚钱。我的交易方法很完美，盈利比亏损多。如果我一直坚持我的交易方法，那么我大约有七成交易是盈利的。每当在交易之前我就确信我的计划是正确的，那么我就常常是赚钱的。而使我失误的是我没有继续坚持我的交易方法。那就是说，只有当市场上有先例支持我的交易计划时，我才做交易。所有的事都要在恰当的时机去做，但我并不知道这个。而这一点正是华尔街许多智力非凡的投资者失败的原因。有些十足的傻瓜，他们每笔交易都作了错误的选择。但是还有些华尔街的呆子，他们认为要不停地做交易。任何人都没有足够的理由每天买卖股票。同样，也没有任何人聪明得使他的每次交易都赚钱。

我证明了这一点。每当我根据先例发现市场上的交易机会时，我便能赚钱；而当我在不恰当的时机做交易时，我就会亏钱。我也不能例外，是吗？交易大厅的巨大的报价板上，行情不断地变化，客户们做着交易，眼看着手里的成交单变成钞票或变成废纸。当然，我让激情控制了我的理智。在对赌行里你的保证金只是很少的一笔钱，你不能做长线的交易，你会很快很容易地被清扫出局。盲目而频繁地交易是造成华尔街投资者亏损的主要原因，即使在专业投资者中也是这样。他们认为自己每天都应赚些钱回家，好像自己是在做一份有固定收入的工作。记住，我只是一个孩子，我当时并不知道我后来学到的东西，这些东西使我在 15 年之后获得了成功。我耐心地等待了两个星期，寻找合适的价位，买入一只股票，看它上涨了 30 点。我后来又亏损了一些钱，我试图再赚回来，但我必须作正确的选择，我不能草率从事，所以我静等着，那是 1915 年的事。那是一个很长的故事。我会在适当的地方讲述它。现在让我们把话题转回来。我在对赌行里做了好几年的交易，我赚了一大笔钱，但对赌行最终吃了我的大部分盈利。

此外，有些错误我会明知故犯，而且，后来我也时常这样。一个股票交易者必须战胜许多人，包括他自己。不管怎样，我带着 2500 美元来到了纽约。但在纽约我找不到一家我可以信赖的对赌行。纽约交易所和警察当局严密地堵住了他们的财路。此外我想找一个我能够自己做交易的地方，在这里唯一限制我的是我的财力。我当时买卖的手数并不大，但我不想一直这样。在开始做交易的时候，最大的问题就是找一个交易规则公平的经纪公司。于是我来到纽约股票交易所的一家会员公司，我认识他们其中的几个职员，他们已经失业好久了。但是我在那儿没呆多久，因为我不喜欢其中一位合伙人。于是我就转到富勒顿公司去了。我想一定有人告诉他们我早期的经历，因为去了不久之后，他们都叫我的绰号“投机小子”。我一直看起来比较年轻，这给我带来一些不便。很多人都想利用我的年幼无知，所以我得学会保护自己。对赌行那些家伙都认为我是个傻瓜，而我时常击败他们的唯一原因是我的运气好。

但是我不到 6 个月就输光了。我是一个非常活跃的交易者，我过去拥有“常胜将军”的声誉。我猜我所有付出的手续费加起来一定不少。我为我的账户赚了不少钱，但是最终都被输掉了。我虽然小心从事，但我仍然亏钱，我将告诉你原因。这全是因为我在对赌行里非凡的成功。

我只能在对赌行里凭我的方法赚钱，在那里我只是对价格的涨落下赌注。我观察行情的技术很好，当我买进的时候，价格就在我面前，写在报价板上，甚至在我买进之前，我就知道我将成交的价格是多少。我总能立刻就把它抛掉。因为成交的速度非常快，所以我能成功地反手买卖。当我做对时，能够继续；当我做反时，能够迅速地退出市场。举例来说，有时我确信有只股票至少上调一个点。我不用太贪心，我能够交纳一个点的保证金，然后迅速把本金翻一倍，或者我只赚半个点。每天用一两百股赚一个点，那么一个月下来，真是不坏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而问题是，即使对赌行有雄厚的资金来承担损失，他们也不可能愿意那样做。在对赌行里没有赢家的一席之地。不管怎样，在对赌行里稳赚的交易技巧，在富勒顿公司就不灵了。在富勒顿公司里，我是在真正的买进卖出股票。比方说，当制糖公司的股票在 105 时，我预见它会跌 3 个点。事实上，这时电报机上传来的价格是 105，而这时，股票交易所里的价格是 104 或 103。这时我下了一张卖出 1000 股的指令单，传递给富勒顿公司的场内经纪人去执行，价格可能更低了。在我看到成交回报单以前，我不知道我到底会以什么价格卖出 1000 股。我在对赌行里做这样的交易，能稳赚 3000 美元，而在股票交易所里一分钱也赚不到。在富勒顿公司里，行情收报机传来的价格总是比交易所里的交易价格慢得多。我仍然采用过去的方法做买卖，我却没有意识到这一点。

更有甚者，做大手买卖的时候，我的卖单会在交易所里压低市价。而在对赌行里我却不考虑这个问题。我在纽约的交易亏损累累，因为游戏规则完全和过去不同了。我亏钱并不是因我转到纽约合法的经纪公司里做合法的交易，而是源于我对现况的无知。从前说我分析行情的技巧很高，但这一点根本救不了我。如果我是一名场内交易员，在交易所里直接做交易，也许我能赚不少钱。

总之，我并没有完全了解股票投机的精髓，我只是掌握了一部分，是一个很重要的部分。它过去对我一直非常有价值。但是，在我掌握了这些交易技巧之后，仍然亏钱，那么，那些毫无经验的新手又有什么机会获胜呢?

不久，我就发现我的方法出了毛病，但我不能确定究竟是什么毛病。有时候，我的买卖系统很有效，而有时却突然接二连三受打击。请记住，我只有 22 岁，并不是我太迷信自己而不愿意去找出自己错在哪里，而是在那样的年纪，谁都懂不了多少。



第 7 章　股票永远不会太高，高到让你不能开始买进，也永远不会太低，低到不能开始卖出

我从不介意告诉别人我到底对市场看好或看淡，但我不会告诉别人是买进还是抛出某种股票。熊市时所有的股票都跌，而牛市都涨，当然，我的意思是指由于战争引起的熊市除外，因为军火股票在那时会上涨，我说的是通常的情况。但一般来讲，人们并不想知道是牛市还是熊市，他只希望确切地知道到底该买入什么，抛出什么，他不想自己动脑。让他把钱从地上拾起来还得数清楚，太麻烦。

我倒没有那么懒，但我发现考虑单独的股票比通盘考虑方便多了。同样，考虑某种股票的涨落要比考虑全局的动态简单，我觉得我得改变这种看法，而且我确实改了。人们想掌握股票交易的基本原理是很不容易的，我以前总是说买入时最好选择在上涨的股市，而现在，关键不在于能否买到最便宜的股票或在最高价上做空头，而在于是否能在恰当的时机买入或抛出。当我身处熊市，抛出时，每一手一定比前一手卖得低，当我买入时，刚好相反，我一定会在上涨时买进，我从不在下跌时做多头，只在上涨时才做。

比如说，让我们假设一下，我正在买进一些股票，我以 110 买入了 2000 股，而之后上涨至 111，那么处于我的位置就是有利的，因为价位上涨了 1 点，表明有赢利。好，因为我买对了，所以就会再买 2000 股，如果股市继续上扬，我还会再买 2000 股。假设价格到了 114，这时时机就成熟了，我现在手上有了交易的基础，可以做文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

章了。我以平均111—1/4的价格持6000股多头，而现在涨到了114，我那时就不会再买入了，我会等待、观察，我估计涨到一定程度就会有调整，而我想观察股市在调整时如何反应，很有可能调整到第三次买的2000股的价位。假设又上涨了一些后它回跌至112—1/4，然后就回升了。它刚一回升至113—3/4，我就会立即买入4000股——当然得用市价指令。这时，我以113—3/4拿到4000股后，我就会知道有什么不对劲。我会下单测试市场，也就是说，我抛出1000股看看市场的反应，但假设我在111—1/4价格时下单买入4000股，我在114成交了两千股，114—1/2成交500股，那么继续上扬的话，最后500股我成交于115—1/2，这时我就知道我做对了。正是我买入4000股的过程让我知道我在那种特殊的时候买入特殊的股票是否正确——当然我已将整体状况通盘考虑清楚，市场处于牛市，我从不想要买股票买得太便宜或太容易。

……

如果你在操纵一个大数目，就得时时刻刻想着点，应该先研究条件，再认真地作出计划，然后才付诸实践。如果他手上有大量的头寸而且有巨额浮动利润，那他根本不能随意抛出，你不能指望股市吸收50000股像100股那么容易，他只有等，等一个能够接受的市场，这就到了他考虑必需购买力的时候。机会一来，就必须牢牢抓住。他得一直等待，这是规则。他必须等到他能卖的时候，而不是他想卖的时候。想知道什么是恰当的时间，他必须观察、尝试。想指出股市何时能接受你想抛的股票可没有什么诀窍，但刚刚开始一项举动时，除非你确定局势非常之好，否则直接全线入市是不明智的。要记住，股票永远不会太高而不能买入，也永远不会太低而不能抛出。但是，第一笔入市以后，除非真的有利润，否则不要采取第二步，等待、观察。你的行情记录会让你判断是否到了可以开始的时间。在恰当的时机开始行动对许多事都关系重大。我花了几年的时间才认识到这一点，当然还花了成千上万的美元的学费。

我并不希望大家认为我在建议持续的缓慢积累，当然，一个人的确可以通过点滴积累攒一大笔钱，但我真正想说的是，假如一个人想买500股，如果他是在投机的话，就不该一次性买入，如果他只想赌一把，我只能给他一个建议，别这么干！假设他买了100股，结果立即亏了，他就不应该继续买入更多股，他应该马上看出来他错了，至少暂时错了。



第15章　在投机操作中，没有什么事情能够绝对预定

从摇篮到坟墓的生命过程本身就是一种赌博、一种经历。可是，在我作为投资者的生涯中，有些时候我虽然判断正确且行事公正，却被那些心怀叵测的对手用不公平手段骗去了我的所得。

通过反击那些无赖、胆小鬼和乌合之众的不端行为，一个思维敏捷、眼光远大的人能够保护自己。除了在以前的一两家对赌行之外，我从未以不诚实的手段来阻止过价格下跌。因为即使在对赌行那种地方，诚实也是上策，赚钱也是公正地进行，而不是采取欺诈手段。我从来不认为那种在任何时候、任何地方都得盯紧对方，否则就会受骗的交易是好交易。但是，面对那种悲哀求饶的赖账者，本人也无能为力。公平交易就是公平交易。我可以给你列举十几个这种例子，在这些事例中我都成了自己信念的牺牲品。我相信了那些神圣的信誓旦旦的话语，或者对那些不可侵犯的君子协定信以为真。我不会再这样做了，因为再好的意图也不能因此而实现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

许多人都喜欢把股票交易所说成劫掠者的战场，而把华尔街上每天的交易当成一场场战斗。这比喻颇带戏剧性，却完全误导了人们。我并不认为自己的投资活动是冲突和争斗。我从未向个人和投资小集团宣战过。我只是持不同观点而已，我对基本情况的看法不同。剧作家们所谓的商战并不是人类之间的战争，而只是对于商业观念的考核。我坚信事实，而且仅限于事实，因此控制自己的行动。这就是贝拉德·M·巴拉克获利成功的诀窍。

有时候我对客观事实——包括所有事实——没有完全看清楚或者没有早点了解到，也许是因为我思路混乱了。只要这种情况发生，我就会亏钱。我出错了。每次出错总是以金钱为代价。

任何有理智的人都不反对为自己的错误付出代价。任何人出错都得付出代价，这是毫无例外的。可是当我是正确的时候，我不想亏钱。我并不是指因为某项特殊的交易制度引起突然变化使我付出金钱代价的那种交易。我把一些投资活动中的偶发事件铭记在心，它们不时地提醒投资者，凡是利润都要等到存入银行自己的账户后才可以认为十拿九稳了。

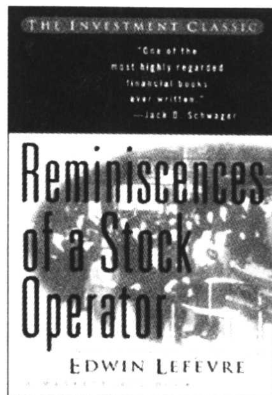
欧洲爆发二战之后，那些急需的商品价格开始上涨。人们很容易预见到这种形势和战争引起的通货膨胀。自然，总体上涨趋势随着战争的持续一直进行着。你可能还记得，1915 年我一直都在为“东山再起”忙碌着。股市的暴涨就在面前，利用它是我义不容辞的责任。最稳妥、最易得手和最迅速的大手笔在股市上，因此，如你所料，我时来运转了。

1917 年 7 月为止，我不但已经能够还清所有债务，而且还净赚了一些，这就意味着此时有时间、资金和可能去考虑同时进行期货和股票交易。多年来我已经把研究所有市场情况作为惯例了。商品(期货)交易市场上的商品价格与战前相比增长了 100%到 400%不等。只有一样东西例外，就是咖啡。当然，其中自有缘由。战争的爆发意味着欧洲市场的关闭，大量的货物运到国内，国内是唯一的大市场。这终于导致国内咖啡原料的极度过剩，这种情形反过来又使得其价格保持低廉。唉，当我刚开始考虑咖啡投资的可能性时，咖啡的售价实际上低于战前价格。如果这种反常的原因是明显的，那么下面这种情况就更加明显了：德国和奥地利潜水艇不断地攻击盟国船只就意味着可用于商业意图的船只数量的减少。这种局势反过来最终导致咖啡进口贸易的衰落。随着进口量的减少和不变的消费速度，剩余的咖啡存货一定会被吸收。因此，这种情况发生时，咖啡的价格一定会像所有其他商品一样上涨，这种情况以前有过。

用不着请出福尔摩斯就能分析出这一局势。为什么人人都没买咖啡，我说不清楚。当我决定买时，我不认为这是一种投机。这不仅仅是一项投资。我清楚发财是需要时间的，但是，也明白这一投资必定会带来利润。这一点使得该项投资成了保守的投资活动，这是银行家的所为，而不是投机客的行径。

1917 年冬天我开始收购。我买进了大量咖啡。然而，市场上一点反应都没有，继续不景气。至于价格，并不像我估计的那样升上去，结果我只好怀揣自己毫无结果的投资长达 9 个月。9 个月之后我的合同到期，因此我卖掉平仓。这笔生意我又损失了一大笔，不过我认为自己的看法是有道理的。很明显在时机的把握上我错了，但是我认定咖啡一定会像其他商品一样上涨的。

因此，我一抛出就立刻又开始吃进。我买进的咖啡是上次的 3 倍。当然，我买的是期权合约——可以在尽可能长的时间里拥有。



《股票作手回忆录》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我这次可没错。我买进以后，价格马上就开始上涨。每个地方的人都似乎突然意识到咖啡市场注定会发生什么情况。形势开始表明，似乎我的投资就要回报我巨额利润。那些卖方是焙烤商，其中大多数是德国人或者德裔，他们在巴西买进咖啡，十分自信地希望运到美国来。但是，没有船只运输，很快他们就发现自己处于难堪的境地，那儿的咖啡价格无休止地下跌，而这儿又异乎寻常的奇缺。

请牢牢记住，当咖啡价实际上处于战前水平时，我第一次买入。也不要忘记，我买进之后，手中多头套牢大半年时间，因此造成巨大损失。对错误的惩罚就是亏损，对正确的奖赏就是赢利。由于正确十分明显，而且进行长线投资，我有理由期待着赚它一大笔。赚到自己满意的利润并不需要市场上涨多少，因为我手里有几十万袋咖啡。我不喜欢具体谈到成交的数目，因为有时候听起来有点不可能，别人会认为我在吹牛。实际上我在按照自己的方式投资，而且总是给自己留有充分安全的余地。在这种情况下我是十分保守的。我大量地买下期权的理由是觉得自己不会亏本。情况都对我有利。我已经被迫等待一年了，我现在准备既要得到对我等待的补偿，又要得到对我投资正确的报答。我看得出利润滚滚而来，来势凶猛。并不是我对此行道如何精明，而仅仅是因为我不是睁眼瞎。

那几百万利润实实在在地来了，飞快地来了！可是就是没到我手里，到不了我手里。倒不是因为形势突变把它引开了。国内市场没有经受住这种出人意料的方向转变形势的考验，咖啡没有涌进国内。发生了什么事？发生了难以预料的事情！发生了任何人都没有经历过的、发生了我因此也无法警惕的事。在一长串投资活动突发性事件中还得加进一条新的我必须永远牢记的事件。情况就是这样：那些卖咖啡给我的空头户们清楚自己将面临什么情况，因此就尽力摆脱原来的位置，而自作主张地抛出，设计了一种新的赖账方式。他们都蜂拥到华盛顿求援，他们成功了。

也许你记得，政府曾经制定过各种各样方案来阻止从急需物资中获取暴利。你知道其中大多数起了作用。唉，那些有善心的咖啡空头们跑到战时价格委员会去——我认为这里面含有官方暗示——向该机构提出了一项爱国请求，保护美国人吃早餐的权利。该委员会宣布说一个名叫劳伦斯·利温斯顿的职业投机家已经垄断或即将垄断咖啡。如果他的投资方案成功的话，他就会利用战争给他创造的一切条件赚钱，美国人就得被迫付出昂贵的价格来购买每天必吃的咖啡。对于那些卖给我几船咖啡却又找不到船运的爱国者们来说，他们万万没有想到，大约一亿美国人将会向那些没良心的投机商进贡了。他们代表着咖啡交易，而不是咖啡赌徒，他们愿意帮助政府约束现实中和可能出现的牟取暴利行为。

现在，我对哀鸣者极其痛恨。我的意思不是影射价格委员会没有尽力控制牟取暴利和浪费的行为。我是想说，有必要表明该委员会不能过多地介入这一特殊咖啡市场。它为咖啡原料定了最高价，也为终止所有现存合同定了一个最后期限。当然，这个决定意味着咖啡交易将停止。我有事可做了，卖掉所有合同。就像以前曾经赚几百万利润一样我认定要赚的那几百万利润完全成为泡影。我以前是，现在也是，强烈反对从生活必需品中牟取暴利，但是，在价格委员会制定咖啡章程的时候，所有其他商品已经以比战前高出 250%~400%的价格卖出，而咖啡价格实际上比战前几年里的平均价还低。我看谁拥有咖啡也一样，价格必定会上涨，其原因不是那些没良心的投机者在操作，而是因为咖啡存量在减少，此责任全在于日益减少的进口量，而后者又因为德国潜水艇骇人听闻地击沉船只大受影响。价格委员会没有等到咖啡开始涨价，就踩下了制动器。

作为一种政策和权宜之计，强迫停止咖啡交易是一种错误。要是该委员会让咖啡交易顺其自然，那么由于我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

早就阐述过的理由，与任何所谓的垄断都无关的理由，价格无疑会涨上去。但是这种高价——不需要过分高——将会有刺激作用，把供给吸引到市场上来……

我总是认为在我所进行的所有期货交易中咖啡交易是最合理合法的。我把它看作是投资而不是投机。我投资咖啡一年多时间，要是其中有任何赌博行为的话，那是有着德国名声和血统的爱国者在进行。他们在巴西买进咖啡，又在纽约卖给我。定价委员会定下了唯一的没有上涨的官方价格。该委员会在牟取暴利开始之前，保护了公众利益不受影响，但是没有抵抗住紧跟着的不可避免的高价的影响。不但如此，而且当青咖啡以每磅九美分的价格出售时，烘干了的咖啡却和其他商品价格一起上涨，只有那些焙烤商获了利。如果青咖啡每磅上涨二三十美分，那么这就意味着我要赚几百万。而且也不会使公众像后来咖啡上涨时那样付更多的代价。

投机活动中事后分析是浪费光阴。它们使你一事无成。但是这种特别的交易颇具教育价值。它和我进行过的任何交易一样诱人。上涨行情清晰可见，一切都合情合理，以至于我都忍不住想要赚几百万美元。可我没有如愿以偿。在其他两个场合，我饱受委员会制定的条款之苦。这些条款在没有任何提醒的情况下改变了交易规则。但是，在这些情况下，我的看法从技术角度上看是正确的，却没有我在咖啡交易中那么符合商业道德标准。在投机交易中不能对什么都认死理。我刚才给你讲的经历正好给自己的一连串偶发事件中增加了新内容。

咖啡事件之后，我在其他商品的期货交易和股市的卖空交易中非常成功，结果我又受到无聊的流言蜚语的责难。华尔街的职业炒家们和那些新闻记者们已形成了商品价格大幅变动就责备我的习惯，说我采取了所谓的突然行动习惯。有时候，都说我的抛售不是爱国行为。我想他们夸大我投资活动重要性和作用的原因是需要满足公众贪得无厌的要求，即为每次价格变动找出原因。

我说过一千次这样的话，任何操纵手段都不能把股票压低或使之保持低价。关于这点并不神秘。任何人只要不怕麻烦思考半分钟，答案就明明白白。假如一个炒家对一种股票突然采取行动，也就是说，把价格压低到实际价值水平线以下，那么会发生什么不可避免的事呢？啊，这个人就会立刻抓住时机买进。那些懂得股票价值在哪里的人就会趁这种股票廉价出售时吃进。假如吃进的人不能再买了，那就是因为总体行情与他们可支配的财力不相称了，这种行情不是买空的行情。当人们谈到这种故意造成股票价格猛跌的行为时，他们认为这种行为不正当，几乎认为是犯罪。可是以一种远远低于本身价值的价格出售股票是颇具危险的买卖。要牢记，那种不能回升的因人做了手脚的下跌股票是不能吃进的。只要存在有使股票猛跌的行为，即不正当地卖空，通常就容易引起买进，而且只要什么时候有这种情况存在，价格就不可能保持低价。我该说一下，在一百种情况中的九十九种情况下，所谓的故意造成股票价格猛跌确实又是合法的下跌。这种下跌有时并不主要是由某个职业投资者的动作引起的，不管他能进行多长的长线投资。

关于大多数价格突然下跌或者特殊的暴涨是一些不顾一切的投机家们的投机行为所致的理论很可能被人杜撰出来，以向一些投机者提供市场价格变动的原因——这些投机者只是昔日的盲目赌徒而已，宁可相信任何人告知的事，而不愿相信自己动脑筋得出的结论。不走运的投机者经常从经纪人和传谣者那儿听到股价猛跌和自己亏损是一些炒家炒作引起的解释，而实际上这是一种反面的内部消息。区别在这儿：来自熊市内部消息是清清楚楚，明确建议卖空，但是反面的内部消息，即不作解释的解释，只是起到阻止你明智地去卖空的作用。当股票暴跌时自然的倾向是卖出。其中有一定的理由，不为人知但又好的理由。因此，你要做的就是脱手。可是，当下跌是急进炒家行为所致时，脱手并不明智，因为一旦这个炒家停止动作，价格就要反弹。这是反面的内部消息啊！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《统计陷阱》

【美国】达莱尔·哈夫（1913~2001）

几年前，十来个调查人员分别独立地发表了关于抗组织胺药物的数据。所有的数据都证明，在经过抗组织胺药物治疗后相当大比例的感冒能够治愈。这引起了传媒的大肆宣传，至少在广告中也是如此，并兴起了药物生产的热潮，这是因为人们长期以来对药物具有强烈的需求。但奇怪的是，人们拒绝越过统计去注意一下早就了解的事实。正如一位幽默的非医学权威人士亨利·G·菲尔森所指出的那样，服用上述药物的确能在一个星期内治愈感冒，但人们却忽略了另一个事实——即使不服用上述药物，一般而言，感冒也能在七天内痊愈。

你所见所闻的许多东西也和上面的事例一样。平均数、作用关系、趋势和图表与看上去的并不总是一致。虽然经验告诉我们“眼见为实”，但眼睛告诉我们的也许隐瞒了或者夸大了一部分事实。

统计这种神秘的语言，在一个用事实说话的社会里是如此的吸引人，但有时它却被利用并成为耸人听闻、恶意夸大或简化事实、迷惑他人的工具。在报告社会经济趋势、商业状况、民意测验和普查的大量数据时，统计方法或者统计术语是必不可少的。但如果作者不能正确理解并恰当地使用这些统计语言，而读者又并不能真正懂得这些术语的含义，那么，统计结果只能是一堆废话。

在通常的科学写作中充斥着被滥用的统计数据，以至于人们很难想到这些统计数据的背后有一个“白衣侠客”在昏暗的灯光下没日没夜地工作，就像一小撮药粉、一小瓶颜料，统计把一些重要的事实弄得似是而非。巧妙伪装的统计资料胜过希特勒的弥天大谎，虽然它也会引起人们的误解，却不会因此受到指责。

——引自《统计陷阱》



常有人说：“数字会说话。”但是，别以为所有的统计数字说的都是真话！面对各式各样的统计数字时，我们必须认识到：让数字“说话”的是人，而人可以进行操控。每位投资新手都该知道，统计在许多方面会被误解或用来骗人。19世纪的英国政治家狄斯累利就曾说过：“世上有三种谎言，就是：谎言、天大的谎言与统计数字。”20世纪50年代，美国的各大媒体和宣传机构越来越重视利用统计——“这个神秘的语言”说话，然而大量的统计数据、统计资料由于主、客观的原因被滥用，很难起到描述事实、传递信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

息的作用。相反，还往往对读者形成误导。达莱尔·哈夫——一位具有深厚统计背景的新闻记者——发现了这一现象。他在广泛调查的基础上，从报刊、杂志、书籍中，从美国统计学会一些统计学家提供的实例中，收集了大量案例，并在1954年写下了《统计陷阱》一书。该书一经出版，便畅销美国，成为美国20世纪50年代的畅销书之一，并受到了当时美国各种书评杂志的好评。

在信息爆炸的年代，我们将随时随地成为信息的接收者，散布在报纸、杂志、电视、广播中的信息，良莠并存、真伪同在，我们该如何看个清楚明白呢？桑普拉斯说：统计分析让一切假象原形毕露。但是，统计中也有不少陷阱，蹩脚的数据分析师总是披着统计的外衣有意或无意地制造假象。随着中国证券市场的日渐成长与开放，向西方成熟市场学习，已经成为管理层、投资机构以及职业投资者的共识。《统计陷阱》这部经典性作品在经历了岁月的洗礼和市场风雨的检验之后，弥久不衰，其中体现的思想、方法、技巧以及经验和教训，为后人所称道和汲取。





我们生活在一个统计数据的年代，日复一日地接受着大批数据的轰击。在对各类统计数据进行利用的过程中，证券市场最具代表性。由于利益的驱动，总会有“大胆”的公司为了抬高股价或圈钱而操纵财务报表。投资者如果根据虚假的财务数据进行投资，极可能使投资付之流水。为了辨别众多数据的真伪，了解和掌握一些公司的造假手段是必要的。《统计陷阱》又名《统计会说谎》，作者文笔幽默、活泼，书中的案例充实，插图生动，十分吸引人，实在很难将它与枯燥、刻板的统计书籍联系起来。在序言中，作者将伪装统计资料的人比喻成一个在昏暗的灯光下没日没夜工作的“白衣侠客”，将本书描述成“一本如何利用统计行骗的入门读物”，类似手法的描述散布于书中，十分形象。虽然书中也出现了一些统计术语和统计方法，但在作者重说明、轻证明的写作手法下，即使读者从来没有接触过统计，也能很好地掌握其中的思想。

《统计陷阱》一书的行文结构可谓独具匠心。从第一章到第九章，作者想象自己是一个技艺高超的惯骗，正在向后起之秀面授各种行骗的技巧。协助行骗的工具有很多，包括：有偏的样本、刻意挑选的平均数、遗漏某些重要的数据、样本的误差、统计图、平面图、不匹配的资料、混淆相关关系与因果关系以及不正确地使用资料。对每一种工具的功能和使用场合，他都一一作了详细的介绍。第十章是一个总结性的章节，在此章中，作者摈弃了前九章使用的描述手法，直接正面地阐述了“对统计资料”应该“提出的5个问题”：（1）谁说的？（2）他是如何知道的？（3）遗漏了什么？（4）是否有人偷换了概念？（5）这个资料有意义吗？通过寻找这5个问题的答案，读者能初步判断资料是否真实可信。

在市场中，套利的工作便是利用相关性分析，以及两个变量运动轨迹的影响关系，找到它们的不规则运动，以实现其中的套利。达莱尔·哈夫在《统计陷阱》中对统计分析中的相关性与因果关系进行了极有趣而精当的分析。他认为即使研究过程是正确的，拥有了足够大的样本量，而且对样本也进行了认真、仔细的挑选，样本呈现出来的相关关系也十分显著，但这依然只能说明，根据统计结果，当A现象出现时B现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

象也会出现，但这却不能构成B现象出现则A现象必然会出现的充分理由，因为B现象跟随A现象出现，并非一定是由A现象所导致。同理，在证券市场中，个股上涨时指数也会上涨，可是由于股票在指数中所占的权重不同，由此可能出现指数上涨而股票不涨，甚至反跌的现象。现在的上证指数便时常出现这种失真的相关关系。

《统计陷阱》一中涉及到不少统计数据和资料，例如，投资可行性研究报告、公司财务报告、证券信息、医疗实验数据、国家权威机构公布的各种统计数据等，对这些资料数据往往需要去粗取精、去伪存真，进行鉴别。这本经典著作自其出版至今已50多年，书中所体现的思想和方法仍然广为称道。该书出版至今，多次重印并被译成多国文字。目前，在美国几乎所有知名的网上书店，仍然可以购买到此书，并一直受到读者的好评。而且，由于该书的畅销，使得“编造虚假信息”这一命题受到了人们持续普遍的关注。



珍贵的疫苗



《统计陷阱》是达莱尔·哈夫撰写并于1954年出版的，作者有鉴于当时出现的许多新的统计方法造成大众对数字的迷惑，决定著书提供读者一些珍贵的疫苗，以抵抗每天层出不穷的曲解事件。要评估基本面，这本书相当实用，因为在商界、政界和媒体界，统计被滥用的情况最为普遍。达莱尔·哈夫在《统计陷阱》序言中写道：“统计的秘语……就是若作者不是以诚实又浅显易懂的文句描述，读者又不能了解其中的含义，统计会被加以渲染、膨胀、模糊或过度简化，这种统计结果可能一点意义也没有。”

这本书以抽样揭开序幕。你可能还记得数学课中所提到的，当某样东西数量过大，无法计算时所用的测量取样方法。达莱尔·哈夫以一桶混合的红豆和白豆为例来说明抽样的原理，即如果你要分别算出红豆和白豆的数量，当然可以把桶中所有豆子数一遍，就能得出答案。但万一桶子里装着几百万颗红、白豆子，要全部数一遍，岂不太耗时间了。你可以从桶中抽样，计算红豆与白豆数量的比例，得到一个约略的答案，不过前提是你所取的红、白豆样本得具代表性（为了达到这一点，在取样前必须将桶子摇一摇，让红豆与白豆均匀混合）。当抽样样本具代表性时，结果会有相当程度的准确性。如果这两项因素任一项无法达成时，样本便有偏差，无法真实地反映测量的母体。

下列步骤可能会让你发现取样偏差：

（1）你想知道有多少美国人愿意回答问卷。

（2）鉴于亲自询问每个人是否愿意回答问卷的成本太高，所以你决定寄问卷给一些人，问他们是否愿意回答问卷。

（3）几星期后有些人寄回问卷。为了得到结果，你决定以这些回复的问卷作计算。

（4）你把回复的问卷相加后，惊讶地发现，大多数人都愿意回答问卷，所以你得意洋洋地宣称，根据你的研究，大多数的美国人乐于回答问卷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

达莱尔·哈夫指出："这种做法无异于宣布你的研究成果，完全忽视了那些没有回复问卷者的意见。"换句话说，你的样本根本就有偏差，讨厌回答问卷的人，早把问卷扔了，你根本无从得知他们的意见。

人类的通病在于：说是一回事，做又是另一回事，这也是许多民意调查所面临的障碍。要取得真相，你得暗中调查。举例来说，在英国投票给保守党的人，通常都会欺骗民意调查者，说他们会投给工党。据说这是因为保守党党员怕被瞧不起，被贴上自私、贪财的标签。因此民意调查常低估保守党的选票率。

人们不诚实地对待民意调查者是很普遍的现象，《统计陷阱》一书指出，在一项有关杂志读者的调查中，出现不可思议的结果：购买及阅读稍有水准的《琴师》杂志的人，竟比八卦杂志《真实故事》还多。这项结果显然有误，因为经过实际计算、而非抽样的调查显示，《真实故事》的发行量比《琴师》要高。受访者可能因为不好意思说出自己喜欢看八卦杂志而说谎。为了取得真实的结果，研究者采取另一个方法，即挨家挨户收购过期的杂志。哈夫指出，即使采用这种方法，问题仍旧存在，你也只能知道这些人家里曾经有过什么杂志，而他们现在看什么杂志就不得而知了。

英国著名推理小说家班特莱曾写过这样的诗句："喔！让我们绝不再怀疑那些没人确知的事。"这也是统计的真实性。你无法百分之百确定答案，只能作估计和判断。有时候抽样结果出来后再计算母体的总数，以测量抽样的准确性是有可能做到的。要计算整桶豆子的总数是有可能的，但在其他多数情况下却不易做到。精确性的高低要看你如何规划和执行调查。若要做抽样调查，你要确保问卷的问题是最确切、最能显露真相的，另外，你的取样也要真正具有代表性。

以下是一个相当失败的政治舆论调查，不管你信或不信，金融市场对政治相当敏感。1936年，《文学文摘》对1000万选民进行民意调查，这1000万选民在1932年时曾正确地预测共和党会胜选，到了1936年，他们大多数人都预测雷登会打败罗斯福获得胜选，结果罗斯福获胜。为什么民意调查会出现如此的错误呢？经过深入探讨后发现，调查样本根本就有偏差，这1000万选民大多是有钱人，所以在任何选举中，都比较可能投给共和党……

让数字好看些是会计专家的原动力，尽管大家企图要整顿并标准化公司会计系统，但掌控企业者，常有机会调整数字，使其展现最佳成效。这也是为什么巴菲特寻找的是"诚实的经理人"，他要投资的公司是那些经理人不会老是玩数字游戏的公司。

如果你有意寻找成长型的小公司，必定会面临如何推估的问题。举例来说，一家公司新近研发出一项科技产品，今年才开始对特定的10万人试售其产品，结果卖出100个。该产品在下半年度即将进军全球市场，市场规模可能达5亿人，你可能会以此试售比例，推测下年度的销售量约50万个。这种推测太天真了，完全没把竞争情况、渐增的成本、法规和障碍等事项列入其中。这些众多因素加在一起，可能让该公司下年度的产品销售额，比前述的推估值少许多。

或许这个例子过于简单，无法骗倒大家，不过当你要推估成长型产业的总销售趋势时，此类错误的推估倒时常出现。达莱尔·哈夫在《统计陷阱》一书中描述了早期的电视产业，在一个5年期的时间内，美国装有电视的家庭成长了近100倍。如果你以相同的成长率推估下个5年期的销售额，可能获得一个与事实出入极大的结论：每个家庭会拥有40部电视机。要投资网络股和新兴市场的投资人，可得千万小心留意！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

虽然《统计陷阱》篇幅不长，内容却包含许多极有用的意见，我无法一一在此详述。其中最有用的部分是最后一章，哈夫提出，当你面对统计数字时，你得自问5个简单的问题：

（1）谁说的？在著名的“土豆村”漫画书中，露西告诉查理·布朗，女科学家已经发现女性比男性聪明（大家可能会怀疑，这种推测是否具有无意识的偏见）。受到外界抨击的产业，可能会提出调查，“证明”他们的产品不会缩短你的寿命，也不会危害环境，在这种情况下，大家会怀疑，这份调查极可能存有刻意的偏见。

（2）他是如何知道的？调查结果的报告通常不太仔细，但有时会在无意中透露出一些信息。好比说，有时候你能看出调查的取样数极小。所以应尽可能取得实际的调查结果报告。

（3）遗漏了什么？找出调查结果报告用得是哪种平均值以及标准差，并留意指数的改变基础为何。

（4）是否有人偷换了概念？哈夫指出，报告中被改变的数字，如疾病或犯罪率，未必就是企图改变事实，或许只是采用的方法不同。

（5）这个资料有意义吗？我们所见的推估数值常都相当荒谬。在此，举另一个例子来说明荒谬的推估：因为人类预期寿命为63岁，所以为65岁以上的人订立社会保障计划根本就是一种浪费，因为大多数人在65岁前就过世了。

身处资讯时代，投资人根本没时间检查调查报告的真实性，因为人生实在太短暂了。我们能做的只是熟悉统计方法，牢记统计结果只是推估，而非事实。试试这个想法，你会惊异，原来不真实的统计判断竟然这么多。（里奥·高夫）



揭露统计学真相的斗士



达莱尔·哈夫于1913年7月15日出生于美国衣阿华州，从衣阿华大学毕业后，从事专职写作。1946年，他开始担任《美丽家园》和《自由》杂志的记者和主编。作为一个作家，一个自由主义者，哈夫编写了上百篇专题文章，并著有数学、统计等类别的书十多本，这些书的内容均与世人日常关心的问题有关。其中，《统计陷阱》一书虽然不厚，但自1954年出版后，引起很大轰动。美国的《管理评论》认为：“哈夫先生用如此生动的、充满人情味的方式来论述统计这个干巴巴的课题，真是一剂灵丹妙药……我们太需要这本书了。它虽然娱乐性强、浅显易读，却十分具有说服力。”《图书期刊》如此评价：“作者和制图者倾注了全力，给大家提供了一本十分轻松活泼的读物和卡通画。它们能给你带来娱乐，又能引发思考，而且还揭穿了许多统计方法的谎言。”《大西洋》则认为其是“一本具有善意破坏性的书，读完它后，你对于‘万能统计’的信任将大大降低。”正是由于这本书融娱乐性和知识性为一体，使它成为一本具有影响力的著作，在过去50多年中，影响甚广，达莱尔·哈夫也因此而被誉为“揭露统计学真相的斗士”。除《统计陷阱》外，达莱尔·哈夫还著有《怎样把握机遇》、《生命周期》等著作。2001年6月27日在美国加州去世。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一章　内在有偏的样本



"1924 级的耶鲁毕业生平均年收入有 25111 美元。"《时代》杂志在评论纽约《太阳》报的某篇报道时曾经指出。

哇，他们干得真不赖!

可是，等一等，这个令人印象深刻的数据到底意味着什么？是否像表面看到的那样，足以证明如果你把你的孩子送进耶鲁大学，那么在老年时你就不用辛苦地上班，甚至他年老时也不用上班?

在充满怀疑的惊鸿一瞥后，我们发现这个数据的两点可疑之处：它惊人地精确；它大得令人难以置信。

任何一群分布很广的人其平均收入能精确到以元为单位都不太可能。就算是自己去年的收入，除非全部来自薪水，否则也很难知道得如此准确。但对于年收入 25000 美元的阶层而言，多种投资渠道使得收入不可能完全来自于薪水。

而且毫无疑问，这个可爱的平均数出自耶鲁人之口。即使 1924 年他们在纽哈芬接受过良好的教育，也很难保证 1/4 个世纪后，他们还能坚持说真话。当问及收入时，有些人出于虚荣或天生乐观而夸大数据；有些人却故意缩小数字，特别当涉及计征所得税问题时，往往会犹豫不决，生怕与其他文件填报的数据不符，谁知道税务员又看到了什么？也许这两种趋势——夸大与缩小将相互抵消，但这种可能性极小。一般而言，一种趋势总会强于另一种趋势，但我们无从猜测哪种趋势较强。

常识告诉我们单凭某一数据很难反映实情，这是我们得到的结论。那些实际收入也许只有 25111 美元一半的人们最终会形成如此高的平均收入，最大的误差来源在哪儿？接下来，让我们来揭开这神秘的面纱。

这是一个抽样过程。在你所遇到各种各样的课题中，大部分统计问题的核心便是抽样。抽样的原理本身很简单，但实践中对其进行的加工导致了许多副产品，有些是不正确的。举个例子，如果你有一桶豆子，有红色、有白色，那么，红色的豆子到底有多少呢？解决的办法只有一种：数豆子。然而，用一种更简单的方法，你也可以得到红豆数目的近似结果：抓一把豆子，计算其中红豆的比例，这把豆子中红豆的比例与一桶的比例基本相同。

因此，这个收入数据是建立在一个由能够取得联系并愿意回答问卷的耶鲁学生组成的样本之上的。那么，这个样本具有代表性吗？也就是说，能否假设这个样本与样本未被包括的人具有同样的收入水平?

那些在耶鲁大学毕业生通讯录上被注明"地址不详"的迷路小羔羊是谁呢？他们是高收入阶层吗？他们是华尔街的金融家、公司领导层，抑或是制造企业或公用事业的执行总裁？不，富人的地址是不难找到的。这个班级最富有的人，即使忽略了与校友办公室联系，他们的地址也可以通过查《美国名人录》或其他参考资料找到。因此，我们可以较合理地猜测，那些被遗漏的人是获取耶鲁文学学士学位之后的 25 年来没能实现自己光辉梦想的人，他们是小职员、技工、流浪者、失业的酒鬼、仅仅得以糊口的作家或艺术家……六七个甚至更多这样的人将其收入相加才可能达到 25111 美元，他们不经常在班级的联谊会上注册，仅仅因为他们支付不起路费。

又是谁会将调查问卷丢进最近的废纸篓？我们不太肯定，但是猜想这种人中大部分都没有赚到足以自夸的数目是合理的。这有些类似于第一次领取薪水的小职员，当他发现薪金条上粘着一张建议对同事保密工资的数额并不要以此作为谈资的小纸条时的心态，"别担心，"他对老板说，"我与你一样，对这么低的工资感到羞愧。"

很明显，样本遗漏了对平均收入起降低作用的两种人。现在我们可以了解 25111 美元的庐山真面目了，如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

它是一个真实的数据，它也仅仅代表了1924级耶鲁学生中可以联系到的，并愿意站出来说出所赚数目的这个特殊群体。当然，它的真实性还建立在这样一个假定基础之上——这些绅士说的都是真话。

是否能过于轻率地作出这样的假定呢？来自抽样理论的一个分支，即市场研究的经验告诉我们，人们会说真话的假定往往是不可靠的。

以前曾经搞过一项旨在了解杂志阅读量的上门调查，其中的一个主要问题是：你和你的家人阅读什么杂志？当将调查结果制表并分析后发现：大部分的人喜欢《琴师》，而没有多少人喜欢《真实故事》。但出版商提供的数据却很明显地表明：《真实故事》的发行量是几百万份，而《琴师》只有几十万份。正如这项调查的设计者所疑惑的，或许他们问错了对象？但这不可能，因为上门调查走访了美国各式各样的居民区。唯一合理的解释是许多被调查者没有说实话，导致调查结果偏离了事实。

最后你将发现，当你想了解人们到底在读什么时，询问是无济于事的。直接上门收购旧杂志看看他们能提供什么或许能得到更多的信息。你所要做的就是点一点《耶鲁评论》和《爱情罗曼史》各自的份数。即便是这种方法也并不确定，它只能说明人们曾经有过什么，而不是现在有什么。

同样，当你下次在阅读时看到普通美国人（这个词最近频繁出现，但大多数情况下是不现实的）每天刷牙1.02次——这个数据是我瞎编的，但它与其他任何数据一样有用——请自问一个问题：任何一个人怎么可能发现这个事实？一个妇女在看了无数宣传不刷牙者是对社会冒犯的广告之后还会向陌生人承认自己不经常刷牙吗？这个统计数据只能对那些关心人们如何谈论刷牙的人才有价值，却根本不能反映牙齿接触牙刷的频率。

我们知道，一条河永远不可能高于它的源头。但如果在河的某处藏有水电站，却可以做到。同理，对样本研究后得到的结论不会好于样本本身。当数据经过层层统计处理，最后简化成一个小数形式的平均数时，结论似乎被确定的光环所笼罩，但只要再仔细留心整个抽样过程，这个光环就会破灭。

癌症的早期发现能否挽救生命？也许吧。但通常用于证明这一点的数据却更适合支撑相反的结论。这要追溯到1935年，根据康涅狄格肿瘤研究所挂号处的记录，从1935年到1941年，手术后5年的存活率大量上升。但实际上这些记录是从1941年才开始登记的，在此之前的数据则是通过跟踪的形式得到的。许多病人离开了康涅狄格州，其生死与否无从得知。正如医务记者雷纳得·恩格尔所说，所存在的内在偏差已足以“解释存活率上升的真相”。

一个以抽样为基础的报告如果要有价值，就必须使用具有代表性的样本，这种样本排除了各种误差。这就是耶鲁毕业生的收入数据失真的原因，也是许多你在报纸或杂志上读到的报道毫无意义的原因。

一位心理医生曾经报道：实际上所有的人都是神经质的。暂且不去管这种提法是否破坏了“神经质”一词的含义，我们来看看这个医生的样本。也就是说，他观察了哪些人？结果证实，他是在对他的病人进行研究后得到了这个发人深省的结论，这和代表全体人的样本可差得太远、太远了。如果一个人心理健全，他永远不可能接受心理医生治疗。

对你所读到的东西多思考一下，你将避免接受许多似是而非的结论。

记住下面这点是有益的：无形的误差与有形的误差一样容易破坏样本的可信度。也就是说，即使你找不到任何破坏性的误差来源，但只要有产生误差的可能性，你就有必要对结果保留一定的怀疑。如果你还有一丝的疑惑，想想1948年和1952年的总统大选，它们已足够证明这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十章　对统计资料提出的五个问题

到目前为止，我一直把自己描述成一个热衷于指导剑术的海盗。在这个总结性章节里，我将摈弃这种文学描述，并直接揭示隐藏在文章表层下的主题：怎样凭双眼就能识破虚假的统计资料并揭穿它；同样重要的是，如何在具有前述欺骗性的数据海洋中找出可靠有用的资料。

你所接触到的统计资料并非都能经受化学分析或者实验室的鉴定。但至少你可以提 5 个简单的问题，在寻找这些问题答案的同时，你将避免接受一些不真实的资料。

谁说的？

首先要寻找的是偏差——出于学说、名誉或收入的考虑而需要证明某些结论的实验室，希望获得一篇好报道的报界，工资已岌岌可危的工人和管理部门都有可能制造偏差。

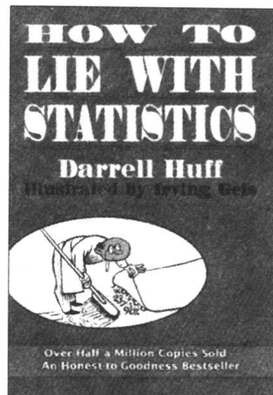
先来看一看有意识的偏差。这种偏差的表达形式可以是错误的陈述，或许是不易被揭穿的含糊之词。偏差还可以是刻意挑选适合的数据而将不合适的数据放在一边；测量标准的改动也会产生偏差，比如在进行一种比较时确定了某年为基期，而另一种比较却使用了更有利的年份；使用不正确的测量方法也是偏差产生的原因之一，比如说，简单地使用“平均数”一词掩盖了能获得更多信息的中位数被均值替代的事实（或许两者都不能反映实际情况）。

然后，再仔细寻找无意识偏差——通常，它更危险。1928 年，这种偏差使得统计专家和经济学家在制作的图表和进行的预测中得出了惊人的结论。经济结构的不合理被喜悦的情绪忽略了，各种各样的迹象被罗列出来，它们都从统计上支持了这个结论：我们只不过刚刚开始致富。

为了弄清楚究竟是谁做出了结论，即“谁说的”，我们至少应该对资料多看一眼。在很多情况下，《骗术》一书的作者斯蒂芬·珀特所说的“权威人士”掩盖了真实的资料来源。与医药界沾边的任何东西都可以是“权威人士”；科学的实验室也是“权威人士”；大专院校，尤其是大学以及那些在技术方面名列前茅的学校更具有权威性。前几章中那个试图证明高等教育将危及女孩成婚几率的作者，充分地利用了康奈尔大学这个“权威机构”。但请大家注意，虽然数据来自康奈尔大学，结论却完全是作者自己的。康奈尔大学的声望却让你留下了一个错误的印象，“康奈尔大学得出结论……”

当某个权威人士被引用时，请弄清楚到底资料的内容是权威的，还是仅仅与权威人士沾边。

也许你曾经看过芝加哥《商业期刊》一份很得意的声明。该杂志曾作过一个调查，在 169 家对价格变动的调查作出回答的公司中，有 2/3 的公司认为自己正在吞食由朝鲜战争酿成的价格上涨的苦果。“调查显示，”该刊物得出结论（当看到类似的字眼时请格外留意），“公司的行为与美国商业系统敌人的控诉完全相反。”既然《商业期刊》可能是当事人，我们就应该问一句：“谁说的？”而且我们还应追加第二个问题：



《统计陷阱》英文版封面

他是如何知道的？

实际上《商业期刊》一开始向 1200 家大公司派发了调查问卷，结果仅仅只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

14%的回收率。也就是说，86%的公司不愿意公开自己在这个问题上的看法。

《商业期刊》过于乐观了，事情并没有什么值得炫耀的。实际情况是：在1200家公司中，9%的公司认为价格没有上涨，5%则认为价格上升了，而另外86%没有回答。以那些作了回答的公司为样本，它可能是有偏的。

注意样本的有偏是由于选择不当，还是像这个例子一样，由刻意挑选有利的样本造成的。问一个我们前几章曾经提过的问题：样本是否足够大到能够保证结论值得信赖？

对于相关系数也可以提同样的问题：数值是否足够大从而能说明问题？案例是否足够多？是否具有一定的显著性？作为一个不经意的读者，你也许不会运用显著性检验或根据样本的多少判断结论的准确性。但对于许多报告中的内容，你至少可以进行仔细的观察或许是一个长时间的观察，从而发现由于缺乏足够多的案例，报告的内容不足以说服任何人。

遗漏了什么？

通常，你无法了解样本包含了多少案例。这个数据的缺失，特别当信息的来源存在着利害关系时，已足以使你对整件事情提出质疑。同样，对一个没有经过可信度（可能误差、标准误差）检验的相关也不用太当真。

当均值与中位数相差甚远时，注意那些没有标明类型的平均数。

很多数据因为缺乏比较而变得没有意义。一篇刊登在《瞭望》杂志上关于先天性痴呆症的文章指出："一项研究表明，在2800个案例中，超过半数的患者母亲年龄是35岁或超过35岁。"如果想从中获得信息，读者还应该掌握女性通常的生育年龄。但很少有人了解此类信息。

下面一段文章节选自1953年1月31日《纽约客》杂志的"伦敦来信"。

卫生部最近公布的数据表明，在大雾的一周内，伦敦市郊的死亡人数猛增至2800人。对于公众来说，这是个极大的震撼。他们常常习惯把英国的天气看成是个麻烦事而不会将之视为杀手……这个冬天大自然的恩赐是不寻常的致命武器……

但这个"恩赐"究竟有怎样的杀伤力？我们能否认为该周的死亡率高于平常只是个意外？所有类似的事情都在变动当中，天气在变，死亡人数也在变。接下来几周的情况又如何呢？是否这周的死亡人数低于平均水平就能说明因雾而死的是那些不久于人世的人呢？这个数据是惊人的，但由于缺乏其他数据与之比较，因此就显得毫无意义。

有时仅给出百分数却缺少原始数据也能造成欺骗。很久以前，当约翰斯·霍普金斯大学开始接收女学生时，一个不赞成异性同校的人有一个惊人的报道：约翰斯·霍普金斯大学1/3的女学生嫁给了大学老师!然而原始数据更清楚地描绘了事实：总共只有3个女同学被录取，其中1人嫁给了老师。

几年前，波士顿商会评选出了一些功成名就的妇女，其中16位还出现在《美国名人录》中。材料显示她们有"60个学士学位，18个孩子"。这已经很清楚了，不是吗？但当你发现维吉利娅·格尔德丝丽美校长和丽莲·M·格尔布蕾丝夫人也包括在内时，对事实会有更进一步的了解。单单她们两个人就有20个学位，而丽莲·M·格尔布蕾丝夫人一人就有12个孩子。

一家公司可以这样公告，该公司有3003名股东，平均每人持股660股，的确如此。但下面的说法更清楚，公司总共有200万股股票，其中3名大股东持有3/4，而剩下的3000人只持有1/4。

当看到一个指数时，你或许会觉得遗漏了什么。巧妙之处在于基期，一个经过挑选的基期将会扭曲事实。某

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

个全国性的劳工组织曾经证明：经济大萧条之后生产和利润指数上升得比工资指数要快，于是提出增加工资的要求。但如果人们发现了那些未被披露的数据，就不会提出这样的要求了。利润指数上升得快的原因是因为萧条时期利润指标几乎达到了谷底，于是基期相对较小。

有时文章中遗漏了引起变化的原因，这容易让读者认为其他的因素才应对变化负责。某年公布的数据试图用今年 4 月的零售额高于去年来证明经济处于复苏阶段。而遗漏的内容是去年的复活节在 3 月而今年在 4 月。

某个报告得出了“最近 25 年癌症死亡人数增多”的结论，而这个结论是具有误导性的。让我们看看哪些因素还将影响癌症的死亡人数：以前许多“病因不明”的案例现在已经确诊为癌症；尸体解剖成为一种经常使用的方法，便于作出更确切的诊断；医学统计资料的报告和编制更加全面；易发病年龄段的人数增多。而且，如果你关心死亡总人数更甚于死亡率的话，不要忽略这个事实：现在的人数已远远超过了从前。

是否有人偷换了概念?

分析统计资料时，请留心从搜集原始资料到形成结论的整个过程中，是否存在着概念的偷换。在现实生活中，将甲说成乙的案例实在是太多了。

就像以前曾指出的一样，疾病案例的增多不能等同于发病率的提高，民意测验中的获胜也并不等同于竞选时的获胜。读者对于全球时事文章的偏爱也并不能说明如果杂志刊登此类文章会提高杂志的销售量。

1952 年。加利福尼亚州中部山谷报告的脑炎患者人数是历史最高水平的 3 倍。许多受惊吓的居民将其子女迁出该州。但如果认真调查，就会发现因脑炎而在熟睡中死去的人数并未增加。导致脑炎“增加”这个假相产生的原因是为了解决该地区一些长期悬而未决的医疗问题，联邦和州的许多医务工作者进入该地区，由于他们的种种努力，许多以前被忽略的或未被发现的低年龄案例都得到了记录。

这不仅让人联想起林肯·斯蒂芬斯和加科博·瑞斯这两个纽约报界人物几年前制造的犯罪风波。报纸上刊登的犯罪事件一度达到了相当高的水平，报道的犯罪案件不仅数量多，而且占版面的篇幅十分大，加上都用大字标题进行报道，群众纷纷要求采取行动，瑟多·罗斯福——当时的警察联合会主席也陷入了窘境。但他仅仅用一个举动就结束了这场轰轰烈烈的犯罪风波——解雇这两个编辑。事情的起因是他们的手下在相互竞争，看谁能挖掘出更多的犯罪案件，包括抢劫案及诸如此类的案件，而官方的记录显示发案率并没有上升。

“5 岁以上的英国男子在冬天平均每周洗澡 1.7 次，而夏天为 2.1 次。”一篇新闻报道如是说，“英国妇女的相应数据为：冬天 1.5 次，夏天 2.0 次。”该资料来源于英国劳工部对“6000 户有代表性的英国家庭”所作的调查。看上去样本很具代表性，而且容量也足够大，足以证明旧金山《编年史》中有趣的结论：“英国的他比她更爱洗澡。”

如果能知道是中位数还是均值，那这个平均数将更有价值。然而，主要的问题还不在于此，而在于概念的偷换。劳工部所得到的数据只能反映调查者所说的洗澡次数，并不能反映实际洗澡的频率。一个类似洗澡这么私人的问题，并且涉及到英国洗澡的传统时，说的和做的很可能不一致。也许英国的“他”并不比“她”洗澡频繁，一个较安全的结论是：他们说的是这样。

偷换概念还有许多值得注意的方式。

最近的一项普查发现，1935 年的农场数目比 5 年前多了 50 多万个，这使得人们认为已经掀起了一场“回归农场”的运动。而实际上，这是由于前后两次的统计口径不同，普查局对农场的定义已经发生了变化，1935 年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

口径比1930年的范围更广。这样，按照1930年口径被排除在外的30万个农场被包括进来了。

如果数据是建立在人们口头的回答（即使有一些听上去十分客观）基础之上，将发生许多怪事。比如说，普查报告显示35岁的人数远远多于34岁或者36岁的人数。这个数据来源于家庭某个成员填报的其他成员的岁数。对于不确定的年龄，人们往往倾向于取5的倍数。获得该数据的准确办法是：询问他的出生年月。

某国某个地区的人口总数是2800万，5年后这个数据却变成了10500万，当中只有小部分的增长是真实的。产生前后两次巨大差异的原因可归结为不同的调查目的，第一次是为征税和征兵服务的，第二次却是为了发放救济粮。

同样的事在美国也出现过。1950年的普查显示当时65~70岁之间的人数比10年前55~60岁的人数多。这个增多不是由人口迁移造成的，而主要是因为为了及早享受社会保障金而虚报岁数，或许也有可能是以前为了避免空虚而少报了岁数。

参议员威廉·兰格的倡议代表了偷换概念的另一种方法。“让一名囚犯离开阿尔卡特拉兹监狱，并将他安置在沃尔多夫——阿斯托里旅馆会更便宜……”这位北达科他州人士在以前的声明中指出，在阿尔卡特拉兹监狱一名囚犯一天的费用是8美元，“相当于圣·弗兰西斯科高级酒店的住宿费”。而这里将囚犯的所有生活费与酒店的房租进行比较也是偷换了概念。

在相关事宜中自命不凡的胡说也是一种偷换概念的手法，即将“相关关系”偷换成“因果关系”。《电力世界杂志》曾经在某篇社论中，公布了一张极其复杂的图表，标题为“电力对美国到底意味着什么?”

当“工厂的用电马力”上升时，“平均每小时工资”也在上升，但同时“每周平均工作时间”减少。当然，所有这些都是长期趋势，但并没有证据表明它们当中的某个因素是另一个的起因。

接下来看看“第一”的问题。几乎所有人都可以标榜自己在某个领域获得了第一——如果没有特别指出是哪个领域。1952年年底两家报纸都坚持自己是百货业广告的老大，从不同的角度来说，两家的结论都是对的。《世界电讯报》认为在连续刊登广告，即在每期都有的广告方面，它是第一，而事实上它也只有这种广告。《美国期刊》则坚持在刊登整版广告方面它是第一。这种达到最高级的想法会让气象播音员将十分平常的一天说成是“自1949年以来，最热的一个6月2日”。

偷换概念会使你在准备借钱时很难比较直接借款与分期付款的成本。6%听起来就是6%——但它又有可能是另一回事。

如果你以每月等额分期付款的形式从银行以6%的利率借了100美元，应支付的利息是3美元。但如果是另一种6%，有时也称为借100美元还6美元，你就需要偿还前者的2倍即6美元。大多数汽车贷款采用后一种方法，实在是狡猾。

关键在于分期还款时，100美元你并没有用到一年，6个月过去后你已经偿还了一半的贷款。如果采用第二种形式计算利息，即借款额的6%，你实际承担的利率应该是12%。

更糟糕的是在1952~1953年间那些冷冻食物计划的粗心购买者。他们所看到的报价是6%~12%，看上去这就是利率，但实际却不是，因为它是以美元为基础的，而且更糟的是，期限是半年而不是一年。借100美元在每半年后还12美元，实际的利率应该是48%。这就难怪很多消费者不能偿还债务，而且那么多的食品计划泡汤。

人们有时会通过玩文字游戏以达到偷换概念的目的。下面是摘自《商业周刊》杂志的一段话：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



会计人员往往认为"盈余"是一个会引起诸多争议的词，他们提议把它从公司的资产负债表中抹去。美国会计师协会会计程序委员会建议：……可以使用"留存利润"或者"固定资产增值"这种描述性的术语。

下面这段话摘自一篇报道标准石油公司破记录的收益和一天100万净利润的新闻故事：

可能董事会会花一点儿时间来考虑股票分割，因为那会带来一些好处……如果每股利润看上去不那么大的话……

这个资料有意义吗?

当所接触到的资料是建立在未经证实的假设基础之上时，你可以发问，"这个资料有意义吗?"这个问题通常能将一个伪装得很好的统计资料打回原形。你也许十分熟悉鲁道夫·弗列斯基的可读性公式。它仅仅依据单词和句子长度这类简单客观的指标就能测量出一篇文章的可读程度。和所有那些将无法估计的事物转化成一个数据或可替代的平均数，从而进行判断的方法一样，它还挺吸引人。至少那些需要雇用作者的人，例如报商，会被它所吸引，即使作者本身对它并不以为然。公式作了这样的假定，诸如单词的长短等因素决定了文章的难易程度，不过，这点还有待证明。

一个名叫罗伯特·A·杜佛的人曾利用该公式测试了手边一些文学读物。结果证明《睡谷的传说》的难易程度是柏拉图《共和国》的1.5倍；辛克莱·刘易斯的小说《卡斯·廷伯莱恩》比雅克·马利丹的散文《艺术的精神价值》还要难读。说得跟真的一样。

许多统计资料一眼就可以看出是有误的，这是因为奇妙的数据与平常的感觉不符。莱昂纳多·恩格尔在《琴师》的一篇文章中列举了一些医学上的例子。

其中一个例子是某位著名泌尿学家所作的计算：在美国约有800万名前列腺癌症患者——也就是说，易感染的男性群体中，每人有1.1个患病机会！另一个例子是著名的神经专家作出的推测，12个美国人中有1人患有周期性偏头痛，既然周期性偏头痛占了所有头痛病例的1/3，这就意味着4个美国人中有1人受到不能思考的头痛困扰。还有一个例子是，复合硬化症患者已达250000例，值得庆幸的是，死亡数据却显示全国范围内该病例不超过30000~40000。

《社会保障法》修正案的听证会常被各种各样的问题所淹没，而这些争论只有当不仔细思考时才会有意义。其中一个争论如下：既然预期寿命大约只有63岁，那么将社会保障计划中的退休年龄规定为65岁便是惺惺作态，因为所有人在此年龄之前都将死去。

你可以通过观察周围所认识的人进行反驳。问题的关键在于数据指明的是出生时的预期，而出生的婴儿中几乎一半都将活过63岁。需要附带说明的是，这个数据来自于最近的官方完整生命表，时间范围是1939~1941年。最新的修订数据已改为65岁。也许这又会引发另一场同样愚蠢的争论，是否所有人都活到了65岁?

几年前一家大型电器设备公司以出生率不断下降为基础（多年以来，大家都是这么认为的）高效地制定出了战后的生产计划，并将小容量家电设备、公寓式的冰箱确定为生产重点。其中一个计划者突然发现了计划与常识的冲突，他用足够长的图表列举了这样的事实：他本人、他的合作伙伴、他的朋友以及他的邻居甚至以前的同学都有了孩子，甚至还打算要3~4个孩子。这样规模的家庭不应算作小规模的。这导致了一些开放式的调查与制图，不久这家公司快速地将它的生产重点转移到大家庭使用的电器上。

让人印象深刻的精确数据也会与现实相左。纽约报纸曾经报道：研究显示，一个与家庭住在一起的上班妇女

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

需要 40.13 美元的日常支出。在读这张报纸时，任何人（只要没有完全丧失逻辑思考能力）就会意识到，物质和精神需要的费用加在一起是不可能精确到美分的。但是，人们又面临着一个致命的诱惑：总认为“40.13 美元”比“大约 40 美元”更精确。

同样，对于几年前美国石油行业委员会的报告：平均每年汽车纳税 51.13 美元时，你也应该表示怀疑。

外推法是十分有用的，特别当预测趋势时。但是，当看到利用外推法计算出来的数据和图表时，请记住这点：到目前为止的趋势都是事实，而未来的趋势只不过是受教育者的猜测。该方法暗含“其他所有条件都相同”，以及“现有趋势将继续下去”的前提。但实际上，条件总是在变化的，否则生活真是无聊透顶了。

用一个实例来说明不加控制的外推法内在的不完善性。从 1947～1952 年，美国家庭拥有的电视机数目增加了近 10000%，按照该速率对下一个 5 年进行推测，你将发现电视机的总数将超过 10 亿台，即每个家庭拥有 40 台电视。更笨的做法是用 1947 年的前两年为基期，你将“证明”未来家庭拥有的电视机不仅仅是 40 台，而是 4 万台。

一个政府研究人员莫瑞斯·汉森，曾将 1948 年嘎勒普的选举预测看成是“人类历史上最具宣传价值的统计错误”。然而，如果将它与广泛使用的人口预测相比，它还真可算得上一个完美的典范，那个人口预测已经变成了全美国人民的笑柄。1938 年，由专家组成的总统顾问团还在担心美国人口是否可以达到 1.4 亿，结果呢，仅仅过了 12 年，人口总数就超出该数字 1200 万之多。一些近期出版的大学教科书仍使用了这种预测并得出结论：未来的美国将不会出现 1.5 亿的人口高峰，即使出现了，也是在 1980 年之后。这些可怕的低估都是以人口趋势保持不变为基础进行预测的。一个世纪以前，由于采用了 1790～1860 年间的人口增长率进行预测，也曾得到过类似的错误结论，只不过这次是高估了人口。在阿伯拉罕·林肯递交给国会的第二封信中，预测 1930 年美国人口将达到 251689914 人。

不久后，即 1874 年，马克·吐温在《在密西西比河上的生活》一书中描述了外推法不严密的特点：

在 176 年间，下密西西比河缩短了 242 英里，平均一年$1\frac{1}{3}$英里。因此，任何一个不瞎不傻的正常人都会猜想：明年 11 月份的一百万年以前，即古志留纪时代，下密西西比河有 130 万英里，直接与墨西哥海湾相连，酷似一根钓鱼竿。同理。任何人也将看到再经过 742 年，下密西西比河将变得只有$1\frac{3}{4}$英里长。那时，开罗与新奥尔良的街道将连在一起，人们在同一个市长和相同的市参议员领导下，辛勤而愉快地工作。这就是科学迷人的一面，一个人可以用事实进行微薄的投资却获得如此大的收益！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《1929 年大崩盘》

【美国】约翰·肯尼斯·加尔布雷思（1908～2006）

对于任何没有被盲目乐观所俘虏的人来说，目前人们就像本书所描绘的那样正沉溺于投机，而且乐此不疲。现在流入股市的资金远远多于操纵股市的智慧，如今的共同基金在数量上远远超过了具有理财才华和历史意识的共同基金管理人。我生来就不善预言，一个人的远见卓识终究会被遗忘，而他所犯的错误却会被人们铭记在心。不过，这里有一个基本的循环过程：它会随着物品价格的上涨周而复始，无论是股票还是房地产、艺术品或其他任何物品都会如此。价格上涨会吸引购买者的注意力，从而产生推动价格进一步上涨的效应。因此，预期正因为哄抬价格行为而被证实是合理的。循环过程还会继续下去：乐观情绪及其市场效应已经成为常规。价格甚至会涨得更高，然后因为种种争论不休的原因而最终跌到谷底。价格的下跌总比上涨更加迅猛。一只充足气的气球一旦被戳破，就不会有条不紊地漏气。

如今，如果我们确实遇到衰退趋势，即所谓的报应时刻，那么某些事情肯定能够预见。某些估计数据显示，有 1/4 的美国人直接或间接地参与股市。万一股市暴跌，他们就会减少支出，尤其是耐用品支出，并且增加他们的信用卡透支债务。其结果是对经济产生普遍的负面影响，但不至于产生像 1929 年那样严重的后果。那时，银行虚弱无力，而且还没有实行存款保险，农产品市场举足轻重，但又特别脆弱，也没有失业救济金、福利性支付和社会保险等来发挥缓冲效应。所有这一切现在要好多了。不过，出现衰退，是很正常的，而且，我们几乎可以肯定，还能照例听到来自华盛顿方面的安抚话。每当市场陷入混乱，总能听到一些相同的话："经济状况基本健康。"或者干脆就是"基本情况是好的"。每每听到这样的话，我们应该明白某些事情情况不妙。

——引自《1929 年大崩盘》



2006 年 4 月 29 日约翰·肯尼斯·加尔布雷思在剑桥去世，美国各大报纸纷纷于头版发表讣告。《纽约时报》甚至用一个整版在 4 月 30 日和 5 月 1 日连续两天发表讣告。人们发现，对这位老人已经很难用具体的头衔来界定。他是哈佛的经济学教授，不过，除了他早年根据自己在政府里的经验写成的《价格控制理论》外，他的大部分经济学著作都是针对一般公众的；他还写小说，写关于印度艺术的书，收藏印度艺术品；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他积极投身政治，从罗斯福到克林顿，每一个民主党总统或获得民主党提名的总统候选人都曾任用他或听取他的咨询；他还是美国驻印度大使，给印度政府提供非官方的咨询。如果一定要简短地概括他的一生，有三点最为重要。第一，他是一个把他的经济学理论当做社会批评来写的公共知识分子；第二，他是“新政”以来美国自由派意识形态的教父；第三，他出入政界如履平地。从三十几岁进入罗斯福政府，一直到亲自为林登·约翰逊起草“伟大社会”的讲话，他每每能够把自己的理论付诸实践，是一位能够用思想直接塑造历史的人。

加尔布雷思被称为20世纪最伟大的经济学家之一，他有33本著作，不过他说：“我写过的最成功的书，除了《丰裕社会》之外，就是《1929年大崩盘》，到现在它在美国所卖的数量比我其他所有书的总和都多。”加尔布雷思不仅学识渊博，而且善于从复杂事物中拨云见日，提出独到见解，其《1929年大崩盘》被美国《财富》杂志推荐为75本必读商业类图书之首，《圣·路易斯邮报》则认为《1929年大崩盘》是卓尔不群的传奇经济学家“对人类经济史上最令人难忘的岁月的精湛分析”。



开卷有益 KAIJUANYOUYI

1929年10月24日，星期四。这一天，纽约股市的开盘一如往常，风平浪静。上午11点，人们突然竞相抛盘。11：30，股市狂跌不止，恐慌开始弥漫开来。此后的1小时内，11个知名的投机者自杀身亡。关于1929~1933年这段美国历史上最艰难的岁月，后来者形容其为“屠杀百万富翁的日子”，并且“把未来都吃掉了”。在危机发生的4年内，美国国内生产总值下降了30%，投资减少了80%，1500万人失业……美国著名经济学家加尔布雷思撰著的《1929年大崩盘》全面、系统、准确地评述了这一段令人窒息的日子，旨在“揭出病根，引起疗救的注意”。该书于1954年初版以来，不断再版，受到世人的广泛赞誉，并成为学术界和证券投资界大量引用的极具代表性的作品。

有意思的是，《1929年大崩盘》每次进入畅销书排行榜，几乎都对应着一次或大或小的泡沫破灭灾难。1955年春天，股票市场出现了上扬的小行情。加尔布雷思应召前往华盛顿，在参议院举行的一次关于过去经历的听证会上作证。那天上午，在他作证的时候，股市突然下挫。他因股市暴跌而受到了谴责，尤其是受到了市场做多人士的谴责。相当多的人写信威胁要对加尔布雷思进行人身伤害，而一些更加虔诚的公民则告诉他，他们在为他生病或早日死亡而祈祷。在出席参议院听证会作证后没过几天，加尔布雷思在佛蒙特州滑雪不慎摔断了一条腿，报纸纷纷报道了摔伤的消息。信件纷至沓来，写信者告诉加尔布雷思说他们的祈祷得到了回应。这还只是个开头。20世纪70年代的离岸基金热、1987年的股市风暴，虽然只是一些戏剧性的小事件或恐慌，但都把人们的注意力回溯到了1929年，并且导致本书的多次重印。

1929年意味着什么？不同国家、不同背景、不同心态的人有不同的答案。加尔布雷思在仔细描述1929年前后发生在美国和纽约的种种事情后，将收入分配不均、公司结构不合理、银行结构不合理、对外收支状况有问题、经济知识贫乏5个方面作为解释1929年纽约股市大崩盘的主要原因。对于投资者来说，回顾1929年的历史具有重大意义，正如加尔布雷思所说，“在防止金融幻觉和金融狂热的过程中，记忆所发挥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的作用远远超过了法律。当1929年那场金融灾难的记忆开始被淡忘时，法律法规的约束力就不再那么充分了。因为在确保人们免受他人和自己的贪心所带来的伤害过程中，历史可以发挥极大的作用。它刷新了记忆，而记忆则实现了与证券交易委员会相同的效果，而且从历史纪录看，记忆所发挥的作用更有效得多。”毕竟没有人愿意将自己一生的积蓄在几天之内彻底蒸发，然而脆弱的经济结构，容易遭受金融攻击，在股市和房市泡沫严重、经济结构失衡的情况下，遭受金融攻击，后果不堪设想。加尔布雷思在《1929年大崩盘》中回顾了美国股市的历史，并且指出了其中一个非常简单但又至关重要的经验：过高的收益率不可持续。因此，他警告投资者应该具备相应的风险观念，而不是简单地盲目投资。

加尔布雷思是以一个美国生活中的主流社会批评家的面目出现的。他可能永远也不会获得诺贝尔经济学奖，他的名字也不太可能与那些因为对经济学学科做出新的开拓性贡献而享有盛誉的名字一起永垂不朽，然而他的作品受到最广泛的阅读。在《财富》做编辑的经历使他的写作无可挑剔。在《1929年大崩盘》一书中他详尽地介绍了1929年美国股市大崩盘的前兆、事态的发展、崩盘及其后果，而且从全新的视角深入地分析了股市崩盘的因与果。通过作者独特的思路，读者可以更清晰地审视历史的教训及金融界盲目乐观和操纵权力的后果。《大西洋月刊评论》评价道：“经济文章很少以其娱乐价值而著称，但《1929年大崩盘》这本书却做到了。加尔布雷思的文章雍容而机智，并且幽默地鞭挞了这个国家某些金融领域的智者和政策所犯的错误。”



投资荣景的本质



市面上有关华尔街股市大崩盘的著作很多，不过鲜少出自像加尔布雷思这种大师级人物之笔。加尔布雷思是哈佛大学名誉经济学教授，他生于1908年，亲身经历股市大崩盘。他的名著《1929年大崩盘》是在1950年写成的，叙述了美国20世纪20年代股市泡沫的故事。加尔布雷思为了避免在书中对经济进行过多分析而陷入痛苦挣扎，因为或许纯正主义者会辩驳说，近代的经济发展早已对股市大崩盘及随后发生的经济大萧条的“起因”做出新的解释。但不管如何，《1929年大崩盘》确实能让投资者清楚了解整个事件的发展经过。不可思议的是，我们发现政客、银行家和市场评论家，不论是面对20年代的金融危机或近代的金融危机，所作出的反应竟然是差不多的。投资者常被专家发表的言论或报告所害，所幸他们了解到没有人能完全掌握市场而稍感告慰。

1929年股市大崩盘具有相当的传奇性，有魄力的投资者可能会认为，自己并没有受到暴利愚弄，在股价过度飙涨时，他们早已完全退出市场。但加尔布雷思指出，就连那些受到上涨规模惊吓的少数人，在预测时仍会出错。

举例来说，《商业投资周刊》在1928年秋天就曾提及股票大骗局，而《商业金融时报》则一改往日作风，开始大幅报道坏消息。《纽约时报》也刊登股价已涨得太高，股市必会崩盘的报道，并多次宣布股市其实已经崩盘。美国股市分别在1928年6月、12月及1929年2月休市过几次，但不幸的是，对股市走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

存疑的投资者，仍无法从中嗅出任何蛛丝马迹，因为股价仍持续走高。

加尔布雷思指出，1929年夏天之前，有关股市的新闻已经开始主导主流文化，就连埋首在普鲁斯特小说和精神分析的知识分子，也随之起舞。加尔布雷思在书中描述当时人们试图要操纵股市的事，有些人成功、有些人失败，加尔布雷思并没有把这种蒙骗的诡计看成是导致股市崩盘的主要原因。

加尔布雷思说，在股市上涨的荣景中，投资大众不但不把内幕交易视为违反规定的行为，反倒希望自己也能如法炮制。1929年，投资者整天都将股票经纪人的办公室挤得满满的，大家宁可留在屋里注意股价的变动，也不愿去上班。

同年9月初，股市开始下挫，当时大家并不特别担心。技术分析师包伯森预测在9月5日时："……工厂会关闭……大家都会失业、经济加速恶性循环，结果将导致严重的经济大萧条。"此言一出，旋即遭到股票经纪人和媒体的同声谴责。

加尔布雷思在书中继续指出，大众所意识到的大崩盘是1929年，美国的经济已经开始陷入困境，工业生产、货物运输和房舍建筑的效益均逐渐下降之际。不过就加尔布雷思自己的观点来看，这种萧条的情况并不算太严重，若在股市崩盘前说经济会有所好转，这倒是合理的假定。他指出，股市崩盘时，大家都未预测到经济大萧条即将来临。

加尔布雷思在书中也对其他有关股市崩盘的解释，作了一番审视。1929年9月20日，大家发现英国企业家哈崔原来是位一流的大骗子，他伪造股票、发行未经授权的股票。有些人认为这项丑闻危及了投资大众对纽约股市的信心，同时也是股市大崩盘的导火线。另一解释则是，公用事业麻州分部，在10月初驳回波士顿·艾迪生公司股票分割的申请，并对外宣称股价已飙得太高，引发投资大众的恐慌。

加尔布雷思认为这种种迹象和事件都未能充分解释股市大崩盘的起因。他认为股市大崩盘如何开始并不重要，因为"任何事情都有可能让投资荣景破灭，这正是投资荣景的本质"。

尽管股市"回档"，但在9月和10月间，并未出现任何崩盘的明显迹象。在9月时，经纪人融资给顾客的金额暴增了6.7亿美元，创下单月增加金额的新高。隐遁的金融专家克鲁杰接受《周六晚报》访谈，令投资大众相当振奋，但后来大家才知道原来这一切都是大骗局。

同年10月15日，费舍教授发表著名演说，指出"股市已上涨到相当平稳的状态，我预期股市在几个月内，还会创下新高、成交量会比现在更好。"

尽管如此，几天后股市又传出另一项坏消息。像《纽约时报》这类对股市现状持悲观看法的媒体，不断小心地提醒投资大众股市即将崩盘。加尔布雷思指出，同年10月21日，星期一股市交易量略微超过600万美元，是历年来美国股市单日成交量的第三大。连续几天的庞大成交量后，股市行情板无法显示即时的价位，在中午时仅能报出1小时前的股价，到当天收盘前，差异已拉大到仅能报出1小时40分钟前的股价。在股价大涨的多头市场，这种时间差异倒还不要紧，但在股价开始下跌时可就不一样了。这种无法显示即时行情的缺失，不但让投资者更为紧张，也促使投资者加速抛售股票。

到了10月24日星期四，股市开始出现大幅崩盘现象，成交量几近1300万美元。股市一片骚动，谣言四起。到了中午时，包括摩根银行的资深合伙人蓝孟特、国家城市银行主席米契尔等权威银行人士召开会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

议，决定共同出资援助股市。

下午1点30分时，纽约证券交易所的副总裁惠特尼出现在交易所内，开始代表出资的银行大举买进股票。一时之间，股市的气势逆转，股价开始上涨。当天收盘时，股市指数上涨2点。

接近华尔街的投资人士，知道银行已经倾注资金避免股价下挫，但全美的投资大众仍然情绪紧绷。整个晚上，股票经纪人的办公室灯火通明，忙着处理白天的庞大交易单。

接下来的两天，交易量依旧相当庞大，不过股价倒还算稳定。媒体纷纷报道股市最糟的时期已告结束，并大力赞扬银行家的英勇行为，到处可见道貌岸然的人士高唱“股市已经稳定、经济体制健全”等自欺欺人的言论。

到了下星期一，危机再度爆发。股市的跌幅比前一星期还要大。当天下午稍晚，银行家又再度召开会议。这次他们无意支持股市，只是单纯地讨论如何以正规的方法，卖出手中持股并避免造成大众恐慌。星期二的情况更为恶化，投资基金受到重创，许多信托基金已被证实无法卖出手中持股。

到了10月底，股票经纪人发现借钱替客户补保证金已经越来越难。纽约各大银行进场协助，避免资金恐慌。10月29日，纽约证交所召开会议，商讨休市事宜，经过冗长的讨论后，决定股市继续交易，不过提出交易时间缩短，以及特定假日休市的规定。

次日，股市稍微回涨，补足前日的跌损。商业巨子洛克菲勒打破数十年的沉默，说道：“我相信美国的基础状况很健全……我们父子最近一直在买进健全的股票。”但这段话仍无法令投资者安心。

由于股市下跌不休，投资信托过度举债，因为投资信托所持有的股票价值已下跌一半，甚至更多，他们的价值尽失，情况越来越糟。保证金回补的追收，迫使投资人不得不卖出股票，保有较差的股票。许多投资信托借钱给股票经纪人提供保证金，并交互投资。因为股价暴跌时，投资信托受到极大的冲击，此外，他们还得拼命买进他们持有的股票，企图维持股价稳定，不过这一切反而使情况恶化。

11月上旬股市继续下挫，大众开始承认大势不妙。11月13日星期三的纽约时报工业指数收盘为224点，与9月3日的542点比跌幅达50%。1928年当选总统的胡佛，立即召开会议商讨国家经济问题，随后宣布减税。虽然这些都是相当有力的措施，却无法让大众安心。

1930年春天，股市开始复苏，不过同年6月又开始下挫，下跌情况持续到1932年6月。1932年7月，纽约时报工业指数收盘为58点。经济大萧条早已开始出现。

加尔布雷思在书中最后一部分检视崩盘后所发生的后续事件，并探讨事件成因。他认为要解释崩盘事件，比解释随后发生的经济大萧条要容易多了，并断言崩盘事件并不是造成经济大萧条的成因。他指出1929年的美国经济，有下列5项弱点：

（1）所得分配不均。富者比以前更为富有。

（2）企业管理不彰。19世纪20年代，企业骗子的数目“多得数不清”。

（3）银行体制薄弱，导致失败的骨牌效应。

（4）贸易收支账模糊不清。在经济大萧条期间，胡佛政府增加关税，迫使外国政府要以贸易偿还原本积欠美国的债务就更为困难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(5) 不当的经济改善措施。加尔布雷思认为特别设计来改善当时状况的经济政策，只是把事情弄得更糟罢了。

《1929年大崩盘》对投资者是本相当重要的书。该书虽没有对股市崩盘提出简易的解答，但也没有过于戏剧化的描述。虽然文体不够活泼，但内容严谨又有条不紊，提醒我们就算股市完蛋了，也不是世界末日。对于对未来充满期待的我们来说，本书的实用价值颇高，它帮助投资者走过股市最惨淡的阶段，继续生存下来。（里奥·高夫）



不在泡沫中疯狂，就在泡沫中崩溃

在中国股民正迎来一波空前高亢大牛市的时候，躲到金融危机史的故纸堆里，细细体会历史上那一次又一次从疯狂到崩溃惊心动魄的过程，如同夜练乾坤大挪移，真有些冰火两重天的感觉。

“1929年夏天，股市不但支配着新闻，也笼罩着文化。”多年之后，经济学家加尔布雷思在他广为流传的著作《1929年大崩盘》中略带嘲讽地写道：“少数自诩对神学、心理分析及精神医学感兴趣的附庸风雅者，现在也在谈论联合公司和钢铁公司的股票。每个地方总有那么一个人能够准确地把握买卖股票的时机，他们被奉为圣人，即便在画家、剧作家、诗人和美丽的情妇面前，他们也突然变得光彩照人。他们说的话几乎字字千金，听众个个全神贯注，唯恐因错过重要消息而丧失赚钱的机会。”

这种精辟的表述，仿佛就是今天的一篇新闻报道，似曾相识。人们惴惴不安地看着不断升高的股票价格，每一种关于下跌和崩盘的预警，都显得与现实格格不入。这种感觉使人疯狂。它开始颠覆人们的财富观和价值观，那些按部就班挣薪水养家的观念，似乎在一夜间变得矜持和保守起来，如同一个乡下姑娘刚刚进城。当你试图不去谈论股票的时候，反而让人感觉是缺乏勇气和决心，在那些总是轻而易举挣大钱的榜样映衬之下，还没有投身证券市场的人在内心中竟然平添了几分匪夷所思的自卑感。

然而，众所周知的事实是，金融史上最严重的危机就发生在那个夏天之后。1929年10月24日，黑色星期四，纽约股市暴跌，指数如同瀑布般飞流直下，据说当天就有11名华尔街知名投资人自杀身亡。此后，“黑色星期一”和“黑色星期二”接踵而来。这场史无前例的股市大暴跌从1929年延续到1932年，并成为美国整个30年代大萧条的导火索。从1929年最高的381点到1932年7月的最低点41点，道琼斯股票指数下跌了89%，到1933年7月，美国股票市场上的股票市值只相当于1929年9月的1/6。数百万投资者的财富被“戮杀”，美国经济陷入长期萧条……

为什么在金融市场上，人类“贪婪与恐惧”的天性能够放大到足以自我毁灭的地步？是否有更强大的力量左右着市场的起伏跌宕？

在1929年，纽约股市的投机气氛趋于疯狂的时候，华尔街最重要的一种“添加剂”就是“保证金交易”——只要付出相当于买价10%的定金，就能获得全部投资额度。简单打个比方，拿10元钱“保证金”，就可以买100元的股票，这样股价如果上涨10%，溢价10元，收益率就会高达100%。这种金钱放大效应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

极大刺激了人们的赌性，进而使市场的热度越升越高。无怪乎加尔布雷思不无嘲讽地写道："在这方面，华尔街就像一个妩媚动人、多才多艺的女人，但必须穿着黑色长筒丝袜、毛织内裤，像厨师一样炫耀自己的才艺，因为很不幸，她的最大成就，就是当好拉客的妓女。"

事实上，更需提出的质疑是，谁为股市烈焰提供了充足的燃料？又是谁在市场快被烧成灰烬的时候泼来凉水？通常的说法，美国银行机构缺乏控制和预见的"宽松货币政策"为股市浇了一桶又一桶汽油。说白了，就是透过市场的金融创新，增发了大量的流通货币，导致市场趋向疯狂；而当股市已燃烧到不可控制的地步时，"紧缩货币政策"出台了，如同釜底抽薪一般，流通货币急剧减少，泡沫被戳破，市场骤然降温，众多投资者破产，而各类中小金融机构或倒闭或被收购。

金融史研究人士宋鸿兵把这个过程比喻成"放水养鱼"。银行家们早已瞧出经济过热发展中出现的严重泡沫现象，这也是他们不断放松银根所导致的必然结果。整个过程形象地说就像银行家在鱼塘里养鱼，当银行家打开阀门向鱼塘里放水时，就是在放松银根，向经济体大量注入货币，在得到大量金钱之后，各行各业的人就开始在金钱的诱惑之下日夜苦干，努力创造财富，这个过程就像水塘里的鱼儿使劲吸收各种养分，越长越肥。而当银行家们看到收获的时机成熟时，就会关上阀门，突然收紧银根，开始从鱼塘中抽水，这时鱼塘里的多数鱼儿，就只有绝望地等着被捕获的命运。这其中的关键在于，如果一个国家建立了私有的中央银行制度，货币发行权不过是控制在几个最大的金融寡头手中，这样经济的发展与衰退和财富的积累与蒸发，都将成为银行家们"科学饲养"的必然结果。看上去，这就是当年约翰·劳金融骗术的一个现代版本。

也许，一切金融危机爆发的根源仍在于人的贪婪欲望，那些"背后的掌控者"只不过是因势利导。《1929年大崩盘》一书几十年来重印多次，每次进入畅销书排行榜，都对应着一次或大或小的泡沫破灭灾难。然而，在经济繁荣期，作者本人却屡屡遭受谴责，"有些市场人士写信给我，威胁要对我进行人身伤害，而一些更虔诚的公民则告诉我，他们在为我生病或早日死亡而祈祷。"（王　磊）



经济学骑士，精神回归者



回顾20世纪经济发展时，加尔布雷思是个不可忽视的人。一条大船在海上乘风破浪前进。主流派人士为船如何行驶得更快出谋划策，但也另有一些人却告诫人们行得太快会出问题，或者指出船在行驶中的问题。把一个国家比作一艘船，主流派经济学家就是让船走得更快的人，另类经济学家则是挑毛病的人。在美国，加尔布雷思就是这种另类经济学家。虽然近几十年来，人们对经济学的兴趣不断增强，但很少有真正重要的经济学书籍拥有广泛的读者。当然也有像保罗·萨缪尔森和米尔顿·弗里德曼这样的诺贝尔奖获得者，因为不时在《新闻周刊》以及流行杂志上发表文章而拥有大量的读者。然而，所有这些经济学作品读者数量的总和，可能也无法与约翰·肯尼斯·加尔布雷思一个人的读者数量相匹敌。

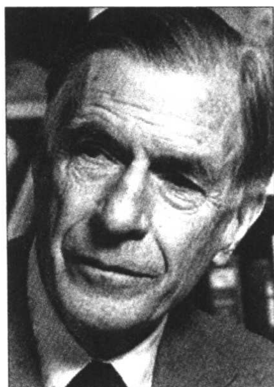
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

加尔布雷思出生于加拿大安大略省的一个农场主家庭里，就读于安大略省农学院。加尔布雷思的职业生涯是从大学研究社会生活开始的。1931年毕业后他去了美国，在伯克莱的加利福尼亚大学从事农业经济研究，1933年获硕士学位，次年获博士学位。从那时起，年轻的加尔布雷思就已经表现得像一个反正统的经济学家。此后，他历任哈佛大学讲师、普林斯顿大学副教授，然后又作为社会科学研究工作者在英国待了一年。他从1949年起任哈佛大学教授。1960年，肯尼迪当选美国总统后，加尔布雷思受命出任美国驻印度大使，离任后仍回哈佛大学任教。1972年，他当选为美国经济学协会会长。他曾担任《幸福》杂志编辑，并为多家报刊撰写专栏文章。

加尔布雷思总是热心于政治。早在1952年，他就是民主党斯蒂文森智囊团中的主要人物。加尔布雷思总是保持他一贯的大胆作风：在肯尼迪政府的早期，他就是反越战争的主要代言人。他与肯尼迪总统很亲密，这种关系可以追溯到这位未来的总统还在哈佛大学求学时代，加尔布雷思因为证实肯尼迪新经济政策发挥了重要作用而享有盛名。1954年，他又在参议院银行和财政会议上谈论股票市场。他在发言中大量引用他即将出版的《1929年大崩盘》一书，并告诉参议员们1929年的经历会再次发生。就在他说话的同时，纽约股票市场上股价急剧下跌。1960年他将保罗·萨缪尔森和这位总统当选人引荐到一起，并建议肯尼迪任命这位麻省理工学院的教授担任经济顾问委员会的会长（肯尼迪听从了这一建议，但被萨缪尔森拒绝了）。20世纪70年代，加尔布雷思开始与加拿大总理皮埃尔·特鲁多的经济政策有所关联。要不是已经年老，他肯定会在克林顿政府中任职。在“9·11”事件之后，加尔布雷思是少数几个敢于直接批评布什政府的要人之一。

丰富的人生经历，使加尔布雷思对美国社会有更深刻的认识，更加关注各种现实问题。同时，这也无疑是他另类观点形成的社会背景。他写作的范围宽阔得令人费解，除了严肃的经济学著作与畅销书外，他还出版了小说与剧本，其中一部被搬上了百老汇，版税超过了他多年来教授收入的总和；他还具有一种令人难以置信的幽默感与嘲讽精神，他是个天生的“非正统”角色。正是这种特质，使他赢得了公众的普遍珍爱。

在长达几十年时间中，加尔布雷思一直被公认为是当今世界上最著名的经济学家，这一点常常招致学院派同行的愤愤不平。民众可不管这些。加尔布雷思数十本著作取得了极大的成功，专栏文章脍炙人口，所有这些使得他成为最为卓越的公众知识分子。对许多人来说，尤其是美国的左翼人士来说，他的地位和成就还远远不止这些。加尔布雷思复兴了对市场主义的普遍怀疑，并且成为20世纪60年代当之无愧的弄潮儿。



约翰·肯尼斯·加尔布雷思

加尔布雷思毫无疑问是当代经济学家中最博学的。这一职业领域中任何一个重要成员都不敢声称自己是国家艺术与文学协会的会员，而他的作品单凭文学修养就吸引了大批读者。他三本最为著名的书是美国各个时期的写照。在1952年出版的《美国资本主义》中，巨型企业与一些相反的力量，尤其是工会，针锋相对；在1958年出版的《丰裕社会》中，大规模的物质消费与惊人的浪费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并存；而在1967年出版的《新工业国》中，生产者主权取代了消费者主权，商业竞争下降。随后的几十年时光里，证明了他的这些预言。

远在邀请经济学家充当电视谈话节目的嘉宾成为时尚以前，加尔布雷思就成功地将“这门沉闷的科学”变得足够轻松从而激起了普通读者的兴趣。1968年6月，《花花公子》杂志发表了对加尔布雷思的一篇访问后，他在这一职业领域中作为名人的独特地位达成了一种非官方的共识。虽然处于经济学领域分工趋势日益强烈的年代，加尔布雷思总能成功地逆潮流而动。绕开狭隘领域分工趋势内专业化的分工，他选择将整个经济学范畴和社会所面临的问题作为其分析对象。加尔布雷思的理论总是非常简单，正如1968年他在《花花公子》上解释所言：“我所作的事情就是努力用简明的英语来写经济学，不管这有多难。”



第四章　幻想的破灭



五

1928年6月，股市向后退却了——事实上，6月的前三个星期，其跌幅几乎已经达到了3月份的全部涨幅。6月12日，这一天的损失尤为惨重，具有里程碑意义。在1年或更长的时间里，抱有幻想的人们总是在寻思，纽约证券交易所一天成交500万股的那一天兴许就会到来。从前，这只是人们广泛谈论的话题，但偶尔也会出现随后被事实所验证的征兆。

1928年3月12日，股市成交量达到了387.591万股，创下了新高。

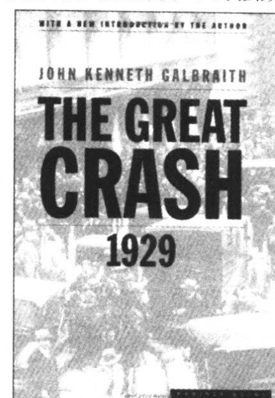
但是，到了3月底，这样的成交量已经成了家常便饭。3月27日，成交量达到了479.027万股；而6月12日则有505.279万股股票换手。

行情表也跟在股市后面几乎每2小时刷新一次。无线电股下跌了23点，纽约的一家报纸开始列数当天发生的事件，并且报道说“华尔街牛市昨日崩溃，爆炸声响彻世界各国”。

自马克·吐温的死讯公布以来，牛市“死亡”的消息是最早提前公布的。7月，股市出现小幅上扬，8月强劲反弹。此后，股市再也没有反弹，即使选举提案也没有产生真正的影响。

9月17日，罗杰·沃德·巴布森在马萨诸塞州韦尔斯利镇向听众发表讲话说：“如果史密斯当选，并且民主党在国会占据多数席位，那么我们几乎可以肯定1929年会因此而遭遇经济萧条。”他同时还说：“如果胡佛当选，并且共和党在国会占据多数席位，那么结果应该是1929年将继续繁荣。”也许，公众已经知道胡佛会当选总统。不过同月，重要的权威人士恢复了信心。安德鲁·威廉·梅隆发表讲话说：“没有担心的理由。繁荣的高潮仍将持续下去。”

梅隆先生并不擅长预测，此后说类似话的任何其他公众人物同样都不善于预测。他们的预测都不灵验。我们不能认为喜欢预测的人就能够比其他人看得更远。梅隆先生参加了一个在我们的社会里被认为对影响商业周期进程具有重要意义的仪式。



《1929年大崩盘》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

据称，郑重声明繁荣将持续下去有助于保证繁荣实际持续下去。特别是实业家非常相信这种咒语的功效。

六

胡佛是以绝对优势当选总统的。由于投机商们对胡佛的想法了如指掌，因此胡佛的当选应该会对股市造成沉重的下跌压力。胡佛在他的回忆录里陈述说，1925 年他就开始为“日益高涨的投机热潮”忧心忡忡。在以后的岁月里，这种担心逐渐变成了警告，后来又变成了略微轻于巨灾前兆的东西。“这是犯罪，”胡佛先生在谈到投机时说道，“投机是比应该受到指控和惩罚的凶杀更严重许多的罪恶。”早在担任商务部长时，他怎么就没有想到把市场置于政府的控制之下呢?

可是，胡佛先生对市场的态度是一个保守得特别好的秘密。人们不可能知道，他为了把自己的思想付诸行动而做出的努力统统被柯立芝和美国联邦储备委员会给糟蹋了。他当选总统的消息在一定程度上遏制了人们的恐慌心理，并且引发了到那时为止最大的买盘。1928 年 11 月 7 日，他当选总统后的第一天，股市出现了“胜利”的暴涨行情，一些领涨股攀升了 5～15 点，成交量达到了 489.467 万股，或者说仅略低于 6 月 12 日的最高记录，而且这个新的成交量水平是在市场看涨而不是看跌的情况下达到的。11 月 16 日，一股更大的多头浪潮冲击了股市。换手率达到了惊人的 664.125 万股——远远高于此前的记录。《纽约时报》工业股平均指数在一个交易日里净涨了 4.5 点，这在当时被认为是不寻常的涨幅。除了总统大选的余热之外，没有任何特殊的因素能够激发这股热情。这一天各家报纸的头条新闻只报道了韦斯特里斯号轮沉没以及全体船员奋力抢救妇女、儿童而献出自己生命的壮举。11 月 20 日是另一个不寻常的日子，当天股市成交 650.323 万股，略小于第 16 大日成交量，但一直被认为股市表现其实要疯狂得多。第二天上午，《纽约时报》载文指出，“就飓风般的猛烈程度而言，昨天的股市是华尔街历史上前所未有的。”

1928 年 12 月份的股市就没有那么好了。12 月初，股市严重下挫。而 12 月 8 日，无线电股更是一天惨跌 72 点。不过，股市还是稳住了阵脚，并且有所回升。1928 年全年，《纽约时报》工业股平均指数上涨了 86 点，也就是从 245 点上涨到了 331 点；同年，无线电股由 85 点上升到了 420 点(从未分过红利)；杜邦公司的股票从 310 点上涨到了 525 点；蒙哥马利·沃德公司的股票从 117 点上涨到了 440 点；赖特航空公司的股票从 69 点上涨到了 289 点。1928 年，纽约证券交易所年成交量高达 920550032 股，大大超过了 1927 年创记录的 576990875 股。不过，另外还有一个意义更重要的反映股市状况的指标，即保证金交易显著增长。

七

如前所述，等股市暴涨到一定程度以后，除了早些时候的股价上涨预期之外，财产所有权的各个方面变得互不相关。财产收益或财产使用权的享用，甚或财产的长期价值现在都成了理论问题。就如更加令人讨厌的佛罗里达州地块一样，这些用益权也许根本就不存在，甚至呈负值。重要的是第二天或者下星期市价能够上涨——就像前一天或者上星期一样，并且能够实现利润。

因此，繁荣时期所有权人唯一感兴趣的回报就是增值。虽然对增加值的权利可以以某种方式与其他现在已经不重要的所有权收益以及各种可能发生的所有权费用相分离，但这种现象深受投机商的欢迎。这样的权利、收益与费用安排能够使投机商集中精力从事投机交易。毕竟，投机才是他们的事业。

这就是资本主义的本质：无论哪里，只要有真正的需求存在，都不可能长期没有供给去满足需求。在疯狂的投机年代，投机商总有办法使自己全身心地投入到投机事业。在佛罗里达州繁荣时期，投机商采用的是“保证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金”交易方式。不是购买土地本身，而是购买土地的权利，按照谈定的价格进行交易。这种购买权，只要支付相当于买价10%的定金就能够获得，并可以出售。因此，地价上涨的收益全部归投机商所有。等地价上涨以后，投机商再以自己支付的定金加上全部溢价的价格出售“保证金”。

无论是土地还是任何其他资产，最糟糕的所有权费用就是需要支付相当于购买价款的现金。采用保证金交易方式，就能够使这笔费用减少90%，或者说可以把投机商能赚取溢价的土地面积增加9倍。买主幸运地放弃了其他所有权利益，包括决不会产生的当期收益和投机商丝毫不感兴趣的永久使用权。

证券市场同样也有使投机商精力集中的办法，并且像所期待的那样，充分完善房地产市场不成熟的做法。在证券市场上，采用保证金交易方式购买证券的买主能够在一项无条件交易中获得全部的财产所有权。不过，他得采用把所购买的证券作为抵押品托付给证券经纪人换取银行贷款的方式，来为自己免除最不堪忍受的所有权费用——支付购买证券的价款。

证券买主同样获取全部的溢价收益——如果证券价格上涨，而购买证券的贷款其利率固定不变。在证券市场上，投机性买主同时获取他所购买的证券的收益。

不过，在发生本书所讲的故事的日子里，证券买卖收益几乎始终低于贷款利率，通常要低很多。证券收益最高往往不超过1%～2%，而贷款利率常常高达8%～10%，甚至更高。那时，投机商一般都愿意承担贷款利息，以处置证券所有权中除获取资本利得以外的全部用益权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《说谎者的扑克牌》

【美国】迈克尔·刘易斯（1960~ ）

分析员是他自己的狭隘野心的囚犯。他渴望金钱，循规蹈矩。他渴望在同事们眼里树立成功者的形象。（我之所以告诉你们，只是因为我自己刚好幸免于难，而且不是出于自己的选择。如果我没有逃出来，今天肯定就不会在这里了。现在恐怕正像许多老朋友一样沿着晋升台阶奋力攀爬。）有一条可靠的发达之路，而且也只有这一条路，在1982年人人都看得出来：经济学专业出身，利用你的经济学学位在华尔街上谋个分析员的工作，再以分析员的职位为跳板考进哈佛或斯坦福商学院，然后又要开始为今后的生活担心了。

从1981年秋到1982年春，我和同学们问得最多的问题就是：怎样才能当上华尔街的分析员？随着时间的推移，这一问题产生了惊人的后果。首先碰到的就是难过入门关。可以举出一连串严峻的数字来说明。例如，在耶鲁大学1986年的1300名毕业生中，有40%的人向同一家投资银行——第一波士顿银行——递交了求职申请。

我想，数据中也许包含着一种安全感。参加进去的人越多，他们越容易相信自己作出了聪明的选择。而在交易厅里，你学会的第一件事就是，如果有一大批人在追逐同一种商品，不论它是股票、债券还是一份工作，那么很快就会发生估价过高的现象。不幸的是，在那个时候我连交易厅在哪里都不知道。

——引自《说谎者的扑克牌》



图书市场各类投资指南书众多，很多投资者都想选择一些简单易读、实用性强的书籍。然而，快速致富的方法是不存在的。曾经为所罗门公司赚取过股票和债券巨额投机差价的迈克尔·刘易斯经过大量的研究后得出结论：“那些掌握最充分信息的股票市场经纪人和分析师在市场上选股的成绩，并不比猴子从帽子里抓个名字或把《华尔街日报》钉在墙上，向股票投掷飞镖的择股法来得更好！”

很难说什么样的人就是一个优秀的交易者，如果你想充分了解市场，并做到反应迅速、分析准确，那么不妨读一下迈克尔·刘易斯的经典之作——《说谎者的扑克牌》，你会学到很多有关交易领域的知识。“说谎者的扑克牌”是华尔街上金融家们玩的一种休闲游戏，以最善于瞒骗他人而实行心理欺诈者为胜。迈克尔·刘易斯将其用为隐喻，描述了自己在华尔街最大的投资银行之一的所罗门兄弟公司里4年的工作经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

历——从意外受雇、接受培训直到成长为只凭一个电话即可以调动数百万美元资金的明星交易员的经历。在本书中，刘易斯将华尔街投资世界中许多不为人知的技巧、诀窍和手段娓娓道来，披露了自己是如何参透华尔街的波谲云诡、逐步掌握投资走势的。

这部透视20世纪80年代华尔街商业文化的经典之作，是《福布斯》评选的20世纪最具影响力的20部商业书籍之一及《财富》杂志推荐的75本商务人士必读书之一。



开卷有益

对于许多人来说，华尔街就是财富的象征、人间的天堂。这条位于曼哈顿区南部的大街，长不超过1英里，宽仅11米，却掌握着全世界80%的资金量。在美国流行这样一句话："如果你既不会唱歌又不会打篮球，却希望过得像明星一样，你唯一的选择就是去华尔街。"而在《说谎者的扑克牌》一书中，作者迈克尔·刘易斯则引述同事的口头禅，"如果你不会在华尔街的交易平台上混，那你失业后只能去开卡车。"从另一个侧面反映了华尔街的所谓创新和技术含量并不值得推敲，其中充斥的不过是一群野蛮人的游戏。

Liar's Poker，即"说谎者的扑克牌"，其实是一种游戏，也常见于国内的各种酒吧和KTV，通过猜骰子的点数判断输赢。这种游戏的核心就是互相蒙骗，最终看谁的"艺"更高、谁的胆子更大。如果你认为这只是无聊小游戏，那可就是小看了它。事实上，这也是华尔街投资高手们酷爱的游戏，只不过他们不猜骰子的点数而是猜钞票上的数字，并且给这个游戏起了一个"说谎者的扑克牌"的名字。这种游戏的俗称是骗子骰、大话骰、蛊惑骰。看似简单，其实不但涉及概率问题，而且也和参加者的心理素养休戚相关，怎样做到欺骗对手但又不被对手欺骗，这绝对是门大学问。单纯玩玩游戏并不牵涉到道德问题，但如果金融市场中的操作规则也是这样，那么就值得反思了。当然《说谎者的扑克牌》一书绝非是讨论如何玩这个游戏的指导书，作为一本20世纪80年代的经典华尔街作品，此书主要聚焦的是所罗门兄弟公司的兴起与衰败，描写了所罗门兄弟公司在20世纪80年代的戏剧性历史，特别对1987年10月美国股市大崩盘进行了深刻的描写，从而折射出华尔街在那个年代是如何在大起大落中保持发展的。

所罗门兄弟公司是20世纪80年代华尔街极富个性的公司，曾在全球金融业占据极为显赫的地位，现在已消失于历史的天空中。这一切是如何发生的？在所罗门兄弟公司风云变幻、极盛而衰的历程背后，蕴含着怎样的宿命和启示？《说谎者的扑克牌》一书，算得上反映所罗门兄弟公司兴衰命运的一面镜子，从书中所描述的所罗门兄弟公司的辉煌道路上能看到大部分企业成功都包含的因素：机遇、创新、杰出人才和特定的企业文化。但或许是出于作者强烈的批判意识，《说谎者的扑克牌》一书更强调所罗门兄弟公司成功的偶然性、企业文化的粗鄙和人际交往中的阴暗。这对于全面评价一个曾经领跑华尔街的金融巨头来说也许不够客观，但对于解释日后所罗门兄弟公司的衰亡而言，可谓切中要害。

在交易员为所罗门兄弟公司赚进丰厚利润的过程中，伴随着大量的欺瞒行为。在与所罗门兄弟公司进行交易的时候，机构投资者们经常会被劝说以高价买入自己不久前刚以低价卖出的债券，差价为所罗门兄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

弟公司享有，而他们对此一无所知。在所罗门兄弟公司内部，交易员“立大功”的表现之一，竟是把即将带来亏损的证券从公司账上推销到客户手中。这些杀鸡取卵的行为，降低了作为公司长期竞争力基础的客户信任度。作为华尔街的头号投资银行，所罗门兄弟公司居然没有建立一套与业绩明确挂钩的交易员薪酬制度，这一点也是不可思议的。正是因为这一点，1985 年以后，所罗门兄弟公司最赚钱的几个交易师——豪伊·鲁宾、斯蒂夫·鲍姆等开始陆续跳槽。在所罗门兄弟公司推广住房贷款债券的过程中立下了汗马功劳的刘易斯·拉尼埃里没有跳槽，但 1987 年 7 月 16 日被总裁约翰·古特弗伦德当面告知，由于其热衷内部斗争，已成为所罗门兄弟公司的“破坏性力量”，所以被解雇了。此时的所罗门兄弟公司，已经走上了衰亡的不归路。

1986 年某日，在所罗门兄弟公司的交易大厅，总裁约翰·古特弗伦德走向公司最优秀的债券交易员约翰·梅利韦瑟，低声说：“一手，100 万美元，不反悔。”他指的是赌注。不料，梅利韦瑟毫不示弱：“一手，1000 万美元，不反悔。”古特弗伦德笑了笑，走开了。他们是在预演一种名叫“说谎者的扑克牌”的游戏。这种游戏，玩家比的是伪装、欺骗他人的技巧和猜测对方心理的能力。在迈克尔·刘易斯看来，“说谎者的扑克牌”，就是华尔街大大小小的证券交易的本质。在《说谎者的扑克牌》中，约翰·古特弗伦德没有接受梅利韦瑟的赌约。1988 年，迈克尔·刘易斯离开所罗门兄弟公司，他觉得自己已经没必要再待下去了，并于 1989 年出版了《说谎者的扑克牌》一书。1991 年 5 月，所罗门兄弟公司被指控通过提交虚假客户报价，在美国财政部债券拍卖中进行逼仓。他们以 106 亿美元的成本，控制了 94%的债券数额来操纵发行，大大超过了法律规定每位经纪商持有不得超过 35%的上限。所罗门兄弟公司和美国财政部赌了一把，结果输掉了这个曾经在华尔街叱咤风云的金融帝国。

《说谎者的扑克牌》对我们了解什么是债券、什么是金融创新及金融衍生品，以及什么是投资银行很有意义。如果你只是希望提高自己的投资技巧，那么此书并不能帮助你太多，但是如果你希望了解一个更真实的华尔街，那么此书不容错过，或者说堪称必读之作。本书的风格独树一帜，笔法生动风趣，将华尔街深奥的投资手法融入有趣的故事当中，让读者在捧腹大笑的同时又陷入深深的思考，使本书获得了专业人士和广大读者的认可，成为美国长销不衰的投资经典著作。



投资大众不可不看的一本书



《说谎者的扑克牌》是作者刘易斯在 1985 年到 1988 年于所罗门兄弟公司担任债券交易员期间所发生的故事。书名来自交易员间常玩的赌纸钞序号的游戏。所罗门兄弟公司最高执行官约翰·古特弗伦德曾向明星债券交易员梅利韦瑟挑衅，要求梅利韦瑟和他玩一把说谎者的扑克牌游戏，赌金是 100 万美元。就所罗门兄弟公司的标准而言，这个赌金也未免太高了，当时的梅利韦瑟可说是进退两难。如果他赢了，老板会不开心，但他自己又不愿意认输，试想谁会让自己输掉 100 万美元呢？但面对所罗门兄弟公司特有的狂热企业文化，梅利韦瑟又不能轻言退却。他索性将赌金提高到 1000 万美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这回，老板约翰·古特弗伦德反倒礼貌地婉拒这场赌注。

或许这种事情在赌城拉斯维加斯可说是司空见惯，不过，华尔街的专家们，特别是所罗门兄弟公司的员工可不是赌徒，他们的目标是赚钱。20 世纪 80 年代之前，很少有人知道做债券交易的所罗门兄弟公司。刘易斯认为，部分原因可能是当时受过高等教育的人，宁可到投资银行做分析师，少拿一点薪水，也不要进债券交易公司，因为他们希望同侪认为他们是成功的。1968 年，所罗门兄弟公司的 28 位合伙人中，有 13 位合伙人没有大学学位，其中一个连中学二年级都没念完。1979 年年底，联邦储备理事会决定要稳定资金供给并允许机动利率，从 80 年代起，开始出现转变。联邦储备理事员会所作的这项决定，大幅增加了债券价格的波动效应，让拥有债券交易专长的所罗门兄弟公司大赚一笔。

所罗门兄弟公司的本业相当单纯。大公司发行公司债券来借钱，所罗门兄弟公司把这些债券卖给客户（通常都是金融机构），然后从每笔交易中抽取一些费用。如果这些客户要把债券卖掉，所罗门兄弟公司必须另找买主，借此方式在证券市场上有效率地运作。刘易斯在书中写道：“所罗门兄弟公司一直是一家好斗的债券交易商，最主要是因其有能力并愿意承担大风险。它不像摩根史丹利这类公司，订有企业客户付费标准，因此不得不担付起风险。大众认为所罗门兄弟公司的合伙人是一些排外的犹太人，没有什么社会地位，但聪明又诚实，比别的企业更肯投入债券市场。当然，这种说法是有点讥讽意味，不过倒也把所罗门兄弟公司曾有的光景作了中肯的描述。”

刘易斯相当擅长描绘交易所里的众生百相和诡谲多变的气氛。举例来说，所罗门兄弟公司中有个绰号“食人兽”的家伙，发明了“狂放的家伙”这个称号。在所罗门兄弟公司中，想要变成“狂放的家伙”，就得代表公司达成一笔金额庞大的交易，不管男性或女性，只要完成此目标，即可在交易所里声名大噪。“食人兽”毕业于哈佛大学，是所罗门兄弟公司里“三字经”不离口的交易员，他老是把“他妈的”挂在嘴边，还会对着满屋子的新进人员叫嚣，例如：“如果你他妈的不注意这他妈的二年期债券，你就会他妈的完蛋了。”大多数所罗门兄弟公司的新人都无法通过新进员工培训，不过这也是所罗门兄弟公司的诡计之一。这些新人不是被解雇，就是被转派去做其他工作。对新人来说，最糟的工作就是派你到达拉斯卖股票。

刘易斯设法让自己坚持到底，以“杂耍演员”的身份进入交易所。所谓“杂耍演员”其实就是新手和交易员间的一个过渡阶段。“杂耍演员”会受到更多虐待。一个名叫马帝的年轻小伙子，就被迫每天从餐厅运送大量的食物到交易所来，让那些胖嘟嘟又贪吃的交易员有东西可吃。其中有一个交易员，每天要吃上成堆的汉堡、薯条、可乐、饼干和比萨饼，每天下午还能吃掉 20 美元的糖果，也就是说从早上 8 点开始，他就一直吃个不停。有一天，马帝在餐厅买完食物忘记付钱，却还向一位交易员夸耀此事。就在当天下午，他就接到一通电话，打电话来的人自称是替证券交易所的特别专案处做事，正在调查所罗门兄弟公司餐厅遭窃一案。马帝一笑置之地把电话挂断。次日，他的老板把他叫到办公室去，他当下被迫承认自己就是那个窃贼。当得知素未谋面的大老板科佛朗德要召见他时，他便开始为此感到焦虑不已。大老板以吓人的语气把马帝训了许久，告诉马帝还是可以继续待在公司里工作。马帝脸色苍白地回到座位，确信这件小事会长期危及到他的工作生涯。交易员们开始大笑，其实这一切全都是恶作剧。马帝突然哭了起来，冲出大楼。稍后，公司说服他再回来上班，并告诉他已经通过加入公司的测验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所罗门兄弟公司不只是对自已的新进人员恶作剧，类似情况也蔓延到华尔街的其他企业里。当全世界的人越来越清楚所罗门兄弟公司正在赚大钱时，其他企业开始跟所罗门兄弟公司的员工接洽，想高薪挖墙脚。美林证券就与一名毫无经验的交易员狄巴斯奎尔接洽，以百万美元年薪挖角，并保证前两年的年薪都是这个价码。这位没经验的交易员接受美林的聘请，可是不到一星期，美林证券就发现这是个大错误。通常，所罗门兄弟公司不会让离职员工再回公司上班，不过狄巴斯奎尔在美林证券做了两年后，再回到所罗门兄弟公司，却受到大家热烈地欢迎，并随后成为相当出色的交易员。

刘易斯本人也默默承受身为“杂耍演员”的痛苦。他在伦敦工作，负责把美国债券卖给欧洲的投机客。他在书中写道：“欧洲人急着想买美国债券是有原因的，因为美国债券市场涨势不断。你想象一下，一间每个人都赚进大把钞票、人挤人的赌场，当时我们交易所就是这幅景象。”起初，刘易斯根本不知道自己在做什么，经验较丰富的交易员会把价格过高的债券推给刘易斯，要他去卖给像奥地利银行行员汉默特这类天真的客户，刘易斯因此亏了 15 万美元。

渐渐地，刘易斯见多识广也变得精明起来。有位赞成必要时压榨客户的老板曾对他说过：“客户的记忆力是很差的。”刘易斯发现有位法国人愿意买 Olympia & York 地产公司的债券，这家地产公司由后来陷入财务困境的瑞克曼兄弟所拥有。刘易斯不确定是否要把债券卖给他，当客户获利后，刘易斯可能还得把债券买回，再推销给其他客户。最后，刘易斯做成交易，金额高达 8600 万美元，他虽然松了一口气，但心里却感到十分愧疚。此时电话铃响起，是“食人兽”打来的，他在电话里吼着说：“你真是他妈的令人肃然起敬，我是说真的——令人肃然起敬，真他妈的令人肃然起敬，你是‘狂放的家伙’之一，没有人敢说你不是。”刘易斯终于达到这个境界。不过，刘易斯已经察觉灾难临头。所罗门兄弟公司与其他企业的竞争更加白热化，在历经了 1987 年的股市崩盘，以及波斯基与米尔肯丑闻后，所罗门兄弟公司逐渐开始走下坡路。刘易斯在 1988 年初离开所罗门兄弟公司，他说：“我已经没必要再待下去了。”离开这个大竞技场后，他在 1989 年出版了《说谎者的扑克牌》一书。

《说谎者的扑克牌》出版后受到多方抨击，但事实上，以往那种鲁莽时代的交易情形，就如同书中所描绘的一样逼真。刘易斯在书中以引人大笑和精辟的见解，道出一些金融界高年薪炒手们的生活，这是投资大众不可不看的一本书，也可说是 80 年代末期的金融经典名著。书中描绘了 80 年代华尔街和纽约市风靡一时的“贪婪就是好”的精神，让那些认为“所有”金融专家“都会”照顾自己客户的人引以为鉴。当你阅读《说谎者的扑克牌》时，可得坐稳点，再慢慢欣赏这本书。　（里奥·高夫）



一本值得好好看看的书

如果说《股票作手回忆录》是描写 20 世纪 20 年代美国的金融市场，那么《说谎者的扑克牌》——华尔街的投资游戏则反映了 20 世纪 80 年代的华尔街，加上描写 20 世纪 90 年代华尔街的《诚信的背后》一书，构成了20 世纪华尔街风云录的三部曲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

作者迈克尔·刘易斯确实下笔不凡，他给我们描绘了一个不同一般的华尔街，从作者对他当时就职的所罗门兄弟公司的描写中，我们便可对20世纪80年代的华尔街文化窥见一斑。

80年代的华尔街投资银行家已完全背离以往投资银行家优雅、聪明、保守的风格，而代之以狡猾、欺诈、积极进取。80年代的华尔街，最赚钱的业务已经不是传统的经纪、承销等业务，整个80年代华尔街的投行着眼的是债券市场。从80年代多数商学院毕业为进顶级的投资银行而挤破头就可略见一斑——这是一个高收入的行业，收入与创造的价值似乎以完全不符合经济规律的方式呈现。

所罗门兄弟公司在80年代初开创性地创设和壮大了抵押债券业务，并在当时获得了暂时的高额垄断利润。所罗门兄弟公司的经纪人和交易员也是最具特色的一群人物，最早的这些债券经纪人和交易员没受过什么高等教育，粗俗、满口脏话，但却狡猾、极具攻击性——要知道，华尔街需要的不是一个好人，而是一个能赚大钱的人。这种文化一直延续下来，成为当时华尔街文化的主流。

书名说的“说谎者的扑克牌”实际上类似于在酒吧和KTV常玩的那种骰子游戏，就是根据手中有的点数，依次往下累加叫牌，直到有人说翻牌。这里考验的是掩饰的能力和数牌（计算概率）的技巧，不动声色而又让人信服，真真假假——实际上也暗示了华尔街投资银行的种种伎俩。

刘易斯从他意外受聘谈起，讲述了其参加所罗门兄弟公司漫长而有趣的培训，最后成为伦敦公司债券交易部一员的过程。华尔街是一个丛林，这里不会有温情脉脉，有的只是生存和搏杀，每个进入华尔街投资银行的人都应该懂得这里的丛林法则。在书中，可以看到80年代整个华尔街债券市场的风起云涌，早期的所罗门兄弟公司、高盛的抵押式债券，再到DBL公司的迈克尔·米尔肯所开创的轰轰烈烈的垃圾债券业务，似乎赚钱的机会是一个接着一个，而交易产品、方式却在飞速地创新和发展，哪个能求新求变，适应市场甚至于创造需求，便能攫取高额利润。所罗门兄弟公司也正是在这种激烈的竞争中败下阵来的。在书中我们可以看到其失败的原因：没能跟上市场的脚步以及内耗、内部管理的失误是导致这种结果的重要因素。不管如何，这都是一本值得好好看看的书。（*佚　名*）



从成功交易员到畅销书作家



迈克尔·刘易斯出生于新奥尔良，从美国普林斯顿大学毕业后进入英国的伦敦经济学院攻读硕士学位，1984年毕业后，与众多高级知识分子一样，他一心想进入金融界，不过当时没有任何一家企业肯聘用他。在一次偶然的机会下，他应邀参加在伦敦圣詹姆斯王宫由英国女王主持的一项为保险销售员所举行的企业晚宴，所罗门兄弟公司的一位常务董事夫人整晚都缠着刘易斯问东问西。这位常务董事夫人很喜欢刘易斯，还答应帮他找份工作。

所罗门兄弟公司建于1910年，与同期华尔街上其他公司不同，所罗门兄弟公司专职于债券业务，这在20世纪初的美国金融市场是比较特别的。20世纪七八十年代也是美国利率大幅剧烈波动的年代，与利率息息相关的债券不再仅仅是获得稳定收益的投资工具，债券价格的剧烈波动使得债券交易成为一个可以获取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巨额利润的投资行为。所罗门兄弟公司正是紧紧抓住了这一历史大变革和大动荡所带来的机遇，逐步成为20世纪八十年代的“华尔街之王”。20世纪80年代中期，所罗门兄弟公司所取得的成就几乎达到了登峰造极的程度。

所罗门兄弟公司在80年代初期赚进大笔钞票后便开始广征人才。1985年到1988年期间迈克尔·刘易斯在所罗门那位常务董事夫人的帮助下，成为所罗门兄弟公司的债券交易员。交易师是制造快速死亡的“杀手”，而所罗门兄弟公司是无可争辩的交易师之王。同所罗门兄弟公司的交易师们一起度过的日子，使迈克尔·刘易斯有幸在那些以其影响塑造了一个时代的事件发生时，恰好位于漩涡中心的位置。当时，一场现代淘金热正在形成之中。按照当时通行的标准，迈克尔·刘易斯是一个成功者，他赚了很多钱。所罗门兄弟公司里的头头们经常说迈克尔·刘易斯总有一天会升到顶层与他们为伍。可迈克尔·刘易斯无意于此，1988年年初，他离开了所罗门兄弟公司，并于1989年出版了《说谎者的扑克牌》一书。从在所罗门兄弟公司交易厅坐席上的所见所闻开始，迈克尔·刘易斯描绘和解释了那些赋予这个时代个性的种种事件和心态。有些情节取材于他本人，但是整个故事并不是他自己的经验，只能说因他所处的位置，使得他对那些自己没有赚到的钱和没有说过的谎话有一种感同身受之慨。

这本书被公认是描写80年代华尔街文化的经典名作，至今仍然在亚马逊网络书店热销，成为许多商学院的必读书目，其中的精彩片段被各种媒体广为引用，对美国商业文化产生了重大的影响。

迈克尔·刘易斯后来为《纽约时报》撰稿，并担任英国《观察家周刊》的美国版编辑，目前是加州大学柏克莱校区新闻学院的客座研究员。他于2000年出版的《一个想法一千万》对美国商业文化也产生了重大的影响。在《福布斯》2001年评选的20年来最伟大的20本商业书籍中，他的两本著作全部入选。



第一章　说谎者的扑克牌



那还是在1986年年初的某个时期，正是我所在的所罗门兄弟公司开始走下坡路的头一个年份。我们的董事长约翰·古特弗伦德走出了位于交易厅顶头的办公室，开始作他的巡视。在交易厅里，每时每刻都有数十亿美元在交易师的手中面临风险，而古特弗伦德只要在交易厅里走走，向交易师问上几个问题，就能够摸准此地的脉搏。他有一种邪了门的第六感，可以在危机尚未出现时找到它。古特弗伦德仿佛可以闻出正在赔掉的金钱。

他是神经饱受折磨的交易师最怕看见的人。古特弗伦德喜欢悄悄从背后让你大吃一惊。这让他觉得很开心，但你恐怕不会觉得好玩。在夹住两只听筒手忙脚乱试图挽回灾难的当口，你当然不会有工夫转过身去看他。你本来就无须如此。你可以感觉到他来了。你周围的那帮人突然像得了癫痫病似的忙活了起来。人人都做出一副忙得不可开交的样子，个个都把眼睛盯着你头顶的正上方。你会有一种冷彻骨髓的感觉，就好像知道有一头灰熊正在悄无声息地走近。头脑中骤然警铃大作：古特弗伦德！古特弗伦德！古特弗伦德！

在多数情况下，我们的董事长只是安静地停留片刻，然后就走开了。你可能根本看不到他的人。有两回我唯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一的线索就是在我椅子边的地板上留下的粪块似的烟灰，我猜想，留下它就好像名片一样。古特弗伦德的雪茄烟灰比所罗门公司别的老板留下的都要长，而且成形特好。我一向认为他用的牌子比别人的贵得多，这对他来说只不过是毛毛雨，他从 1981 年所罗门兄弟公司的出售中获益 4000 万美元；1986 年，作为公司董事长，他又给自己发了 310 万美元的年薪，比华尔街上任何一位 CEO 都要高。

不过，在 1986 年里的这一天，古特弗伦德好像有点儿古怪。一扫往常那种使大家人人自危的架势，这一次他径直走向约翰·梅利韦瑟的桌子，梅利韦瑟是所罗门兄弟公司的董事，也是公司里最优秀的债券交易员。他低声讲了几句。近处的几个交易员都竖起了耳朵。当时古特弗伦德所说的话在所罗门兄弟公司被演绎为一个传奇故事，成为它的内在标志的一部分。他说的是："一手，100 万美元，不反悔。"

"一手，100 万美元，不反悔。"梅利韦瑟立刻就品出了其中的意味。这位"华尔街之王"——《商业周刊》曾经这样恭维过古特弗伦德——想玩一手"说谎者的扑克牌"游戏，赌注是 100 万美元。他总是在下午同梅利韦瑟和后者手下的 6 名年轻的债券套利交易员玩这种游戏，并且常常输得一塌糊涂。有些交易员说古特弗伦德简直不堪一击。另一些人——大有人在——无法想象无所不能的古特弗伦德也会出局，辩解说输掉游戏正是他的本意。真相究竟如何只能是一个谜了。

这一次，古特弗伦德的挑衅中最惹人注意的是赌注的额度。一般来说他的下注不会超过几百美元。100 万美元？闻所未闻。最后三个字"不反悔"意味着输家将要忍受极大的痛苦，但又不能嘀咕、呻吟和怨天尤人，只能一屁股坐下，独自品尝亏空的滋味。但是，为什么要这样做呢？他要达到什么目的？为什么单挑上梅利韦瑟而不是别的级别稍低的经理？这不是鲁班门前弄大斧吗？要知道，梅利韦瑟可是"游戏之王"，是所罗门兄弟公司交易厅里玩"说谎者的扑克牌"游戏的顶级高手。

可是另一方面，你在交易厅里将会学到的一手就是，像古特弗伦德这样的赢家总是有理由的，虽然这些理由有点强词夺理，但至少他们在心里头有一个想法。我不是古特弗伦德肚里的蛔虫，不知道他骨子里的想法，但我知道在交易厅里每个人都玩赌博游戏，他也知道，而且死乞白赖想跻身其间。我想古特弗伦德当时只是为了炫耀自己的勇气，就像从高高的台子上向下跳水那样。还会有人比梅利韦瑟更合适的吗？此外，梅利韦瑟恐怕也是整个交易厅里唯一的既有胆量也有本钱放手一搏的人。

为了说清当时的情景，有必要再提示一些背景资料。约翰·梅利韦瑟在他的职业生涯里已经为所罗门兄弟公司赚了几个亿。他有一种不露声色的超常本领，这种能力在普通人身上极为罕见，但对交易员而言则至为宝贵。绝大多数交易师从他们的言谈举止中就可以看出赢钱或者是亏钱——时而趾高气扬，时而垂头丧气。但是，你永远也猜不透梅利韦瑟的心思。我想，他拥有不可思议的控制力，能够压制住两种往往会摧毁交易师的脆弱情感——恐惧和贪婪。在狂热追求私利的人群中，这一点尤为可贵。所罗门内部许多人认为他是华尔街上最优秀的交易师，在谈到他时，人们一贯用的都是敬畏的口气，"他是这里最出色的"，"最了不起的风险承担者"，或者"玩说谎者的扑克牌的老手"。

梅利韦瑟被他手下的年轻交易师们奉若神明。他们的年龄从 25 岁到 32 岁不等（梅利韦瑟自己已经接近 40 岁了），绝大多数拥有数学、经济学或物理学的博士学位。可是，一旦加入了梅利韦瑟的交易小组，他们好像就忘掉了自己的独立知识分子的身份，全都变成了小学生，沉溺在"说谎者的扑克牌"里不能自拔。他们把它看成"咱们的"游戏，从而把它提升为一项严肃的活动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在这种游戏中，约翰·古特弗伦德向来都是局外人。虽说《商业周刊》将他列入封面人物并且赠以“华尔街之王”的封号，但对他们来说却不值一钱。在某种意义上说，这就是全部症结的所在。古特弗伦德是“华尔街之王”，而梅利韦瑟却是“游戏之王”。当古特弗伦德欣然接受媒体诸君的加冕时，你几乎可以听见交易师们脑子里的想法：蠢货们就喜欢抛头露面。公平地说，古特弗伦德也是交易师出身，但这样讲就好比一个老妇人吹嘘自己年轻时如何靓丽迷人一样。

有时连古特弗伦德自己似乎也无意否认，他热爱交易。同管理相比，交易行为的直截了当令人艳羡。你自己下赌，输赢乐居其一。如果赢了，大家——从交易师直至公司最上层的头头脑脑——都会羡慕你、妒忌你和惧怕你。这是顺理成章的，因为你控制着金钱。而管理人员，尽管同样有人羡慕、妒忌和惧怕，但却不免心虚。你并没有为所罗门公司赚到一分钱，你自己从未在市场上承担过风险，你只不过是他们手中的人质。承担风险的是他们。每天他们都在工作中验证他们的优越感，因为他们在风险世界中比别人更高明。公司的收入来自像梅利韦瑟这样的风险承受者，而他们能否赚到钱则并不取决于古特弗伦德之流的意志。许多人认为，古特弗伦德之所以向这位套利大师叫板，100 万美元一手，无非是为了显示他也是圈子里的玩家。如果你打算炫耀自己，“说谎者的扑克牌”是唯一的选择。对交易员来说，这个游戏的意义非同一般。约翰·梅利韦瑟相信，“说谎者的扑克牌”同债券交易颇有异曲同工之处。它可以检验交易员的性格。它泄露了交易师的直觉。好的玩家也就是优秀的交易师，反之亦然。对此，我们全无异议。

游戏的玩法：一群人——少则 2 人，多则 10 人——围成一圈。每人拿一张美钞在手上。这有点儿类似于“猜牌”游戏。每个人都竭力欺骗别人，让他们相信自己报出的美钞上的流水号。某个人开始“叫牌”。例如，他会说“3 个 6”。意思是说，每张美钞上的流水号里，包括他自己的在内，加起来至少包括 3 个 6。

一旦开叫，游戏就按顺时针次序往下进行。比如说开叫为“3 个 6”，那么叫牌者左手的玩家就可以有两种选择。他可以追加［有两种形式：牌序升高（3 个 7，3 个 8，或 3 个 9）或任何数字增加（比如 4 个 5）］，或者选择“异议”。

叫牌逐渐上升，直至全体同意对最后一个叫牌的人表示“异议”。只有这时，玩家才能公开各自的流水号，也才能知道谁胜谁负。在这一过程中，玩家脑子里考虑的是概率。在一串（比如说总共 40 个）随机选择的流水号中出现“3 个 6”的统计概率会有多少？不过，对高手来说，数学问题倒不在话下，难点在于识破别的玩家的伪装。当每个玩家都学会欺骗和双向欺骗之后，游戏就变得格外复杂了。

这感觉有点儿像真刀真枪的交易，犹如比武之于战争。“说谎者游戏”中的玩家自问的问题，在某种程度上就是债券交易师在交易过程中的自问。冒这样的风险是否明智？我为自己感到庆幸吗？我的对手的狡猾表现在哪里？他知道自己在做什么吗？如何利用他的疏忽？他为什么高叫，究竟是讹诈，还是真的有强手牌？是为了引诱我开出一手愚蠢的叫牌，还是他自己真的就有 4 个同号？每个玩家都在猜测别人的弱点、预见性和行为模式，力图避免令自己重蹈覆辙。高盛公司、第一波士顿、摩根史丹利、美林，还有华尔街上其他的公司里都在玩这种游戏，只是略有不同。但是，赌注下得最高的则是所罗门兄弟公司纽约债券交易厅，这要归功于约翰·梅利韦瑟。

玩家的规则如同西部牛仔决斗一样。交易师必须面对各种挑战，绝不能退缩。约翰·梅利韦瑟现在别无选择，恰恰就是因为这一规则——他自己制订的规则。他很清楚，这一切愚蠢至极。对他来说，眼前根本就不存在胜局。如果他赢了，古特弗伦德不会高兴，这绝不是值得庆幸的结果。但是，如果他输了，100 万美元也就飞走了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这恐怕要比惹恼老板更糟。虽说梅利韦瑟的成绩一向很好，但这次只玩一手牌，谁也没有把握，完全取决于运气。在交易厅里，梅利韦瑟的工作本来就是避开犯傻的下注，这次他也不例外。

“不，约翰，”他说，“要玩就玩真能让人心跳的。1000 万美元，不反悔。”

1000 万美元！谁听了都要咋舌。这回梅利韦瑟在游戏开始之前就玩上了“说谎者的扑克牌”的手法。显然，他是在使诈。古特弗伦德不得不认真对待这一反建议。看上去他可能会乐于接受这一挑战。这毕竟是一场奢侈的豪赌，仅此一端即足以令他心满意足。（有钱真好！）

话说回来，1000 万美元在当时可是个大数目，即使在今天也还是。如果古特弗伦德输了，他的财产将会减少到只有 3000 万左右的水平。而他的太太，苏珊，这时正忙于装修他们在曼哈顿的公寓，开支可能高达 1500 万美元（梅利韦瑟对此一清二楚）。此外，古特弗伦德是老板，他自然不必理睬梅利韦瑟订下的规则。再说，也可能他根本就不知道有梅利韦瑟规则这回事。也许他的挑衅只不过是要试试梅利韦瑟的反应（结果把自己吓了一大跳）。谁知道？不管怎样，古特弗伦德看来不敢再玩了。他堆出堪称古氏专有的假笑说：“你疯了。”

“恰恰相反，”梅利韦瑟心想，“我的感觉从未这么好过。”

第三章　学会热爱公司文化

讲课人是所罗门兄弟公司的一个王牌债券推销员。房间前部的桌子上摆着一部电话机，一旦场内行情反常可以随时联络。在走动时，这位大人物的两臂紧紧夹住身体，试图遮掩自己腋下渗出的半月形汗渍。过于卖力还是过分紧张？很可能是紧张。这是可以理解的。他正在披露自己的市场心得，袒露的程度远远超出前几个人。整个课堂里只有少数几个人意识到他的讲话太罗唆，我是其中之一。他善于吸引听众，后排坐的学员也在注意听，房间里的人都放下了《纽约时报》的猜字游戏。这时他正在告诉我们在市场上如何生存。“你要把所罗门兄弟公司看成蛮荒的丛林。”他说。

“交易厅就是丛林，”他接下来说，“你的老板就是丛林中的向导。你在这里能否取得成功，首先要看你是否懂得怎样生存。你要跟着老板学习。要跟住。就好像我派两个人到丛林里边，一个有向导，而另一个则没有，结果如何可想而知。不知道已经有多少人不明不白地死在丛林里。而只要走出来，你还可以看体育联赛的决赛，冰箱里还有吃不完的八喜冰激凌……”

他聪明地悟出了控制 1985 年培训班的秘诀：赢取后排座位学员的注意力和好感。从第三天开始，后排座位就一直处于骚动的边缘状态，只要他们对主讲稍一失去敬畏，他们就会睡着，或者想用纸团掷前排的人。如果他们出于某种理由不把主讲人放在眼里，课堂简直就会乱了套。但现在，情况却完全不同。在丛林战士的鼓点声中，后排成员个个露出最肃穆的表情，就仿佛克罗马农人偶然发现了一种新工具。几天来他们第一次身体前倾，听得聚精会神！啊哈！

只要后排成员保持中立，主讲人就算是控制了全局，前排的人早就弄清了整个

MICHAEL LEWIS
author of THE NEW NEW THING
#1 BESTSELLER
LIAR'S POKER

《说谎者的扑克牌》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

形势。他们就像全世界任何地方坐在前排的人一样，有过之而无不及。哈佛商学院的毕业生大多坐在前排。每次来一个新的主讲人，他们中有一个就会画一张组织架构图，类似于圣诞树那样。约翰·古特弗伦德高踞于顶，我们这些人则位于底层。中间是一大批大大小小的主管，像挂在树上的彩盒。他首先会弄清这家伙的级别，标出他在等级图上的位置，然后把他放在适当的盒子里，他们的态度也就随着主讲人的不同而改变。

这些哈佛人真是古怪得可以，他们画出的图形更像恶意的魔法，与生意没有什么关系。在交易厅里，级别并不重要。组织架构在所罗门兄弟公司里只是一个笑话。但前排学员比后面这些人更难理解，所罗门其实是一架能人统治的赚钱机器。他们企图为自己的职业赌注做套期保值——这样一来所罗门兄弟公司就和他们在学校里学过的东西多少有了一点联系。

“……一大罐八喜冰激凌，”主讲人又重复了一遍，“那些有向导的人有希望走出丛林，能够看着电视喝着啤酒，不过也仅仅是有希望而已。更不用说那些根本就走不出来的人。但是——”他有意停下步子，向听众眨了眨眼睛，“就算他又渴又累地到了那里，啤酒却可能早就被抢光了。”

啤酒，这是抖“包袱”的关节点，坐在后排的人就喜欢这个。他们笑倒在一起相互击掌，仿佛穿西服套装的白人模仿他们的黑人兄弟那样可笑。这是兴奋过后的放松。接下来的是一个小人物，他向我们讲解怎样把半年期债券的收益换算成一年期的债券收益。后排的家伙们可不喜欢这个。去他妈的，去他妈的债券数学。告诉我们怎样闯出丛林。

他们更像是演艺节目间串场的小丑，丝毫看不出有希望培养成华尔街上最赚钱的公司的领路人，这一点在课程一开始就曾让公司里那些稍有头脑的老板们感到困惑和不安。在招募人员时，公司在后排那些人身上所花的时间和力气与前排并无区别，从理论上讲，整个班里人的表现没有道理不像一支军队那样整齐划一。最糟糕的是，这种破坏纪律的行为没有任何道理可言，完全是随机发作，因此也就无法控制。虽说绝大多数哈佛商学院出来的人都坐在前排，但也有那么几个待在后排。其中同样不乏耶鲁、斯坦福和宾州大学的学生。后排的学员中颇有几个出身于名牌大学，那么当然他们的智力也就不会低。可是他妈的为什么同一伙人的表现却判若云泥？

所罗门公司为什么容忍这样的行为？我至今仍不明白。管理层制订了培训计划，交付执行，然后就放羊了。这种无政府状态持续的结果是以大欺小，以恶凌善，以发达的四肢取代头脑。后排的学员通常都有一个共同的看法——他们力图洗去自己身上那股知识分子的气味和别的为人称道的人格特征，不过我怀疑他们自己是不是意识到了这一点。这不是一种有意识的行为，只是一种暗示反射。他们是迷信的牺牲品，这在所罗门兄弟公司尤为厉害。人们传说交易师应当不为世俗所累，越优秀的交易师就越是如此。这完全是错误的。交易厅里固然有这种人，但相反的例子同样很多。人们不过是相信他们自己愿意相信的东西。

还有一个原因可以解释这些无法无天的行为。在所罗门公司受训就好像每天都要受邻家大孩子的气，最后你会变得又自卑又粗暴。除了像我这样的幸运儿之外，进入培训阶段之前他们就要通过 60：1 的淘汰率。一旦熬过了这种折磨，你会自然地以为这下子可以好好放松一下了，但你注定不会有这种福气。公司不会把你拉到一边，拍着你的肩膀说从今以后你就是我们中的一员了。相反，公司认为还应该对学员加以调教和磨炼。那些通过面试的优胜者还得在课堂里相互斗狠。简单地说，公司要千里挑一。

在课程临近结束时，挂在交易厅边上的一块儿黑板上标出了空缺职位。与我们初来的想法相反，此时公司是否雇用你尚在未定之数。不止一个主讲人说过这样的话：“看看你的左邻和右舍，1 年后你们中至多只会剩下一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

半人。”在空缺职位表的顶端标着交易厅里各个部门的名称：市政债券、公司债券、政府债券等等。办事处的名称列于图表的一侧：亚特兰大、达拉斯、纽约等等。一想到最终要落到这个矩阵里的某个空缺，或者干脆被排除在外，学员们不免会心灰意冷。他再也看不到工作的相对价值。仅仅留在所罗门兄弟公司已经不再令他满意，抱有这种想法的人永远进不了一流的部门。在所罗门的学员眼里，除了成功就是失败，中间没有缓冲余地。在亚特兰大卖市政债券是丢人现眼的差使，而在纽约干抵押品交易的行当则一派风光。

开课后不过几个星期，各个部门经理就开始暗暗品评新人的身价。但在骨子里，经理人也都是交易师。无论是人员、地点还是其他的一切都成了可以讨价还价的交易砝码。他们买卖学员，就像买卖奴隶一样。这些人三个一堆，两个一伙，拿着贴着相片的活页简历品头论足。过两天你会听到一桩交易已经达成，他们拿你换一个前排的家伙，外加下次培训班优先挑人的好处。

压力不断增大。某某说某某如何？哪些学员已经有主了？还剩下哪些职位？像任何一种挑选程序一样，总会有优胜者和落败者。但是，再没有比这里的程序更随意的了。对于能力，不存在什么客观的考核标准。要想弄到一份好工作，第一是运气，第二是“到场”，第三是溜须拍马。前两项不是你自己可以控制的，所有的努力只能集中到第三项。你必须找到一个靠山。仅仅与 112 位董事经理中的一员搞好关系是不够的，你还必须找一个有权有势的家伙。当然，这里边有一点小小的困难。大老板不见得对实习生有兴趣，毕竟他们从中也捞不到什么好处。

只有在部门经理相信人人都争着要你时，你在他眼里才会有所不同。这时的你对他来说已经有了“很大”的价值。从别人手里抢来受欢迎的实习生意味着经理赢了点数。许多实习生由此练就了一种本领：制造受欢迎的假象。既然经理在意的只是别的经理的看法，那么结果就会出现 Ponzi 式的诈骗，只不过这一次不是在市场里，而是在人际关系的圈子里，这样干得需要异乎寻常的自信心，并用人类轻信的天性来冒险。在解决工作去向的问题时，我用上了这一招。培训开始后几个星期，我同交易厅里的一个家伙打得火热，尽管我无意去他那个部门工作。这家伙不断劝说我到他那里干。我故意让别人知道有人极力邀我加盟，而这些人又会把话传给交易厅里的那些人。最后，我向往的那个部门的头头终于从别人那里听到了对我的议论，他向我发出了共进早餐的邀请。

也许有人会因此而指责我弄奸使诈，那也只好由他去了，如果不这样做就只有任人摆布一条路。他们可不会有丝毫的同情心，幸好，我还不至于愚蠢到相信经理眼光的地步。还有一条出路就是摇尾乞怜，有些人真的那样做了。他们趴在老板的脚下，讲话就像奴隶一样：“噢，主人，雇用我吧，我是你的人，我只为你工作，做你要我做的任何事。”有时这一招还真的奏效。可是一旦失手，你就会颜面扫地，立刻变成没人要的可怜家伙。在培训期间，实习生内部就曾有人争论，在这样的环境下，屈膝逢迎是不是一种可以原谅的道德缺陷。仿佛整个所罗门公司遴选系统的要旨只是为了考验哪些人会在压力之下变成软骨头。

每一个实习生都必须作出自己的选择。由此，在培训班里产生了大分裂。那些打定主意曲意奉承的人会在教室的前排就座，整个课程期间不再挪动，不时还会做出种种媚态。而那些视尊严为财富的人，或者打算洁身自好的人，则假装冷漠，他们坐在后排，向讲堂上的董事经理丢纸团儿。

当然，这样说是过于简单化了。还有几个人是异类，他们不属于任何一边。他们在一开始就跟董事经理们建立了良好关系，工作早已稳定无虞。他们在整个班里窜来窜去，仿佛奴隶群里的自由人。大家对他们都很警惕，认为他们是经理们派来的探子。还有一些人，有着后排座的灵魂，但他们要养家活口，他们也不属于任何一个阵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

营，这些人因为嫌恶而拒绝坐在前排，又出于家庭责任感而不能扎在后排堆里。

我把自己称为另类。有人骂我是属于前排一伙的，就因为我喜欢坐在那个哈佛商学院出身的家伙旁边，看他画组织架构图。我怀疑他最终能不能画全（他后来到底还是放弃了）。我的提问显得太多了一些，这被说成是有意同主讲人拉关系，是彻头彻尾的前排行为。这让我感到恐慌。为了洗清自己，我不得不格外卖力地向显要的主讲人丢纸团儿。而在我因为公然看报纸而被逐出课堂之后，我在后排的人气出现了戏剧性的上升，但是我从来不曾被后排视为自己人。

在所有的异类中，日本人是最大胆的。他们的表现足以令任何有关培训文化的分析陷入破产。这批人一共有6个，全都坐在前排睡大觉。他们的脑袋时而前仰后合，时而又东倒西歪，头部跟地面平行。虽说日本人在谈判时常玩这种伎俩，但在这里，闭目听课的说法肯定是站不住脚的，最宽宏大量的说法也只能是因为他们不懂英语。而且，他们自成一体，你永远也弄不清楚他们的语言水平，也不知道他们要干什么。他们的头儿名叫誉志。每天早上和下午开课的时候，后排的人总会打赌誉志多长时间能够睡着。他们把誉志看成是一个有意制造事端的坏家伙。誉志因此成了他们心目中的英雄。当誉志终于睡着时，后排就会悄声发出一片欢呼，半是庆贺某人赢了一笔钞票，半是钦佩有人有胆量在前排睡觉。

日本人在班里是受保护动物，他们自己也心知肚明。由于连年的贸易顺差，他们的祖国积累了巨额的美元。如果能将这些钱从东京引回美国，投资于政府债券和作其他形式的投资，回报将非常可观。所罗门要想在东京扩大业务，就要招募当地的资深员工。问题就出在这里。在日本，公司里实行的是终身雇佣制，员工很少跳槽。那些有本事的人根本就不会考虑在美国公司里工作。加入所罗门公司，他们会失去工作保障和舒适度，而换来的却是奶酪汉堡和雅皮士的头衔，只有傻瓜才会那样干。好不容易弄到手的几个“稀世珍宝”被捧在手心，唯恐有个闪失。对于他们的表现，主讲人从未有过一丝怨言。奇怪的是，虽然所罗门兄弟公司对外国文化缺乏敏感，但他们却清楚地意识到日本人与我们不一样。这并不等于说他们了解日本人的行事原则。我敢打赌，就算日本人在每天早上互相刮鼻子，行基瓦尼俱乐部握手礼，也不会有人认为这是出格的做法。

尽管如此，在大家的眼中，日本人只不过是有点古怪罢了。决定课堂气氛的是后排那伙人，他们步调一致，形成一个密不可分、匪夷所思的噪声源。从早上和下午的培训课程，到快下班时的交易大厅，到晚上的冲浪俱乐部，他们成群结伙晃来晃去，从中求得安全和舒适的感觉，日复一日，乐此不疲。他们气味相投，遇到真心喜欢的主讲人时会兴奋地站起来在课堂后面摆人浪。

现在，他们对正在前面讲课的人佩服得五体投地。主讲人停了一下，仿佛思路被打断了，当然不是这么回事。最后，他这样讲道：“你们可能以为自己是一根葱，到了交易厅你就知道了，没人会把你当一回事。”

这句话有什么必要？他之所以受欢迎是因为他一直在说这帮小子爱听的话：所罗门公司的赢家就是像他们这样的人。可是现在，这番话却要冒前功尽弃的危险，他们肯定不爱听：在丛林中，自己的才能将失去用武之地。我想，这下子他可要倒霉了，不知道他们会扔出多少个纸团。出乎我的意料，场面十分平静。主讲人已经在他们中间赢得了足够的欢心，这个错误被忽略掉了。后排的家伙们照样频频点头，也许他们认为这番话是说给前排听的。

不过，主讲人这样说无论如何都是一种误导。事实上，实习生根本无须担心自己会无事可做。债券交易师和推销员像狗一样老得快。交易厅里的1年抵得上别的公司7年。有1年经验的交易员就算是老资格了。谁也不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

把自己的位子当回事。整个交易厅里最有趣的一点，就是你所占的这个位子毫无意义。

新雇员一到交易厅就会配给两部电话，立马就要上线。如果能在电话里赚出上百万美元，他的地位就会陡然上升，成为一个“大根子”。每当一笔大交易做成，几十万美元的票子哗哗流进所罗门公司的钱柜里，部门经理就会重申一次这个称号：“喂，大根子，就这么干。”

在我的想象中，“大根子”就像是大象的鼻子在空中甩来甩去，左一下右一下。丛林中没有什么东西可以用来比拟大根子。它让我们想得发疯。当然，谁也不会公开说：“我要做大根子。”这只是个人私下的想法。但是，人人都想做大根子，连女人也不例外。一旦明白了“大根子”是什么意思，前排人也会挤进来，在后排人看来，他们的问题在于不知道怎样做才好。在压力下，大根子们比前排人表现得更优雅。

前排有人举起了手（又来了!），是个女人。她挺直了身子坐在惯常的座位上，正对着主讲人。此时他刚好在兴头上，后排的人都从椅子上站起来摆人浪。主讲人不希望在这个时候被打断，何况还是为了一个前排的人。但是，举手的人就坐在面前，他总不能不理。尽管心里不痛快，他还是叫了她的名字：萨莉·芬得利。

“我要问的是，”芬得利说，“在你看来，成功的关键是什么?”

太过分了。哪怕问一个干巴巴的技术问题，她也可以勉强脱身。主讲人不禁微笑起来，这下子前排可落在他的摆布之下了。他的笑给了后排以暗示：“嗨，我还记得当年培训班里的那些马屁精，我也实在看不起那些乐于让人舔屁股的所谓主讲人。今天，我要把这个女人挂起来，让她好好难堪一下。呵，呵，呵。”后排爆出从未有过的畅快大笑。有人捏起嗓子学芬得利的尖利声调：“对，赶快告诉我们你为什么这么成功。”别的家伙则大喊：“安静点儿!”好像在呵斥一条过于兴奋的卷毛狗。还有一个家伙把手拢在嘴边叫道：“达拉斯的石油股份。”

可怜的萨莉。在 1985 年，有不少工作可以归入不甚理想的类别，但最糟糕的莫过于写着“达拉斯石油股份”的那个标签。在我们的小圈子里，再也没有比在达拉斯卖股票更倒霉的了。股权投资部在我们公司里毫无地位，而达拉斯离纽约又太远了一点儿。在培训班里，“达拉斯的股票”意即“埋在人渣的最底层，再也不会有人看得见你”。“埋葬萨莉”，这就是他们从后排喊出来的话。

主讲人不屑作答。趁着这些被他引逗起来的暴徒还没有发展到不可收拾的地步，他急急忙忙地结束了课程。“你们往往会花很多时间自问：我适合做市（政）债（券）吗？我适合做政（府）债（券）吗？我适合做公（司）债（券）吗？你们在这些方面耗费了太多的精力。当然，这些时间不会白花。但是，还有一个问题同样值得认真考虑：选择一位丛林向导也许比选择产品远为重要。谢谢诸位。”

屋子里的人很快就散了。每节课中间有 15 分钟的休息时间，两拨人各走各的门。前排的走前门，后排的走后门，大家都加快脚步奔向四部免费的长途电话机。

所罗门兄弟公司的老板希望通过培训项目可以把我们变得更像他们自己。可是，什么叫更像他们？在历史上，所罗门兄弟公司已经树立了敢做敢为的形象，他们有能力也愿意承担巨大的风险。事实上，所罗门公司不得不如此，它不像摩根史丹利，后者是非犹太的上流社会银行，手上有一大批付费的公司客户。所罗门留给公众的形象是一伙犹太人的小圈子，他们在社会上无足轻重，但精明而又诚实，把自己的鼻子深深地埋进债券市场，比哪家公司都来得深。这样说当然有点儿夸张，但也的确在某种程度上抓住了它的特点。

现在，公司试图改变这一形象。公司里集体人格转向的先行指标可以从我们的董事长和首席执行官约翰·古特弗伦德的社交生活中看出来。他娶了一位小他 20 岁的太太，这个女人有一股狂热的社交欲。她举办派对，大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

宴多嘴多舌的专栏作家。她的邀请函的含金量仿佛随着我们公司股价的涨跌而起伏。她还雇了一位公关顾问，确保自己的曝光率。另一方面，虽然她还不至于拿她丈夫的标准来要求公司的员工（她已经彻底改变了古特弗伦德的穿衣风格），但这种沉迷和做作不可能不在整个公司留下痕迹。

撇开公司这种暴发户的形象不谈，培训课程本身毫无疑问是华尔街上最棒的入门课。只要结了业，实习生就有足够的资历去华尔街别的公司拿两倍的薪水。也就是说，以华尔街的标准来看，在这一领域里这个人已经是一个精通业务的专家了。这本身就是一个很好的例子，证明华尔街培养出一个“专家”的速度有多快。别的银行也许根本就没有培训计划，德雷克塞·伯恩海姆公司甚至叫一个申请人去和所罗门公司里的人交朋友，设法弄到一份所罗门的培训资料。只要能把资料搞到手，他就是德雷克塞的人了。

但资料只是培训项目中最没有价值的部分。真正用得着的东西我在两年后才悟到，那就是所罗门兄弟公司口耳相传的实战故事。在长达 3 个月的时间里，最优秀的推销员、交易师和金融家们向我们讲述了自己的心得体会。华尔街的智慧在这里汇集，毫无掩饰：钱是怎样在全世界流来流去的，交易师的感受和行为，以及如何同客户打交道。只有在完成全部培训项目之后才能上场交易。这中间隐藏着一份项目计划：实习生的所罗门化。实习生们应当懂得，首先，他在交易厅里的地位连狗屎都不如，曾有一位交易员就公然这样告诉我们。其次，即使在所罗门兄弟公司当狗屎也比进不了公司强百倍。

在短短的时间里，这种洗脑好像真的奏效了。（在长期则不然，只有当别无选择时，人们才会忍受这种处境。我们这些新进人员不仅自我感觉良好，而且毫无忠诚之心。）不少投资银行都有培训课程，但都不像所罗门这样强调公司的自我宣传，也许高盛公司可以算是一个例外。《纽约时报》的一名女记者对我们进行了全程跟踪采访，我们对公司的态度一致，这给她留下了深刻的印象，她将自己发表的系列文章的标题定为《顶级 MBA 新兵训练营》。正如其他有关所罗门公司的报道文章一样，它很快遭到了我们的嘲笑。“那个浑蛋根本不知道她在说什么。”这是后排的评语，前排那些童子军男孩说什么“不待公司——所罗门——召唤，我们早已摩拳擦掌准备一显身手”。这些话都原样写在了报道中，你得承认，他们也实在下作得可以。

这篇文章之所以令人感兴趣还有另外一个原因。允许外人进入公司采访并且提出敏感的问题，这还是第一次。他们问道：为什么你们的薪水这么高？一个后排的、刚从芝加哥大学拿了 MBA 学位的家伙是这样告诉《时代》周刊的，“供求是决定性因素，”他说，“我的姐姐从事残障儿教育，她喜欢自己的工作，但收入却低得多。如果社会上没人愿意去做这种工作，她的收入就会提高。”面对这种高论，你还能说什么呢？《时代》的读者想必亦有同感。同一篇报道在稍后写道，申请 127 个培训名额的人数已经超过了 6000 人。尽管有那么多人显然愿意以更低的薪资接受这份工作，但所罗门兄弟公司的雇员报酬还在螺旋式上升。在投资银行里，供求规律好像不大管用。

当然，在解释那些用于支付雇员薪水的钱来自何处的问题时，这篇报道还是颇有新意的。我很钦佩我的那位同事试图用老式的商学院思路来回答这个问题。在此之前还没有人作过这样的尝试。首先，公司打算付钱。为什么投资银行为这么多几乎毫无经验的人付高薪？答案：只要给他们一部电话机，他们就能赚回更多的钱。没有经验，他们怎么赚钱？答案：在投资银行里赚钱主要不是靠技术，而是靠一种无形的能力——眼光、坚持不懈和运气。这些品质非常难得，一定要付出这么大的代价吗？答案：是，又不是。这是全部问题的要害。为什么这些钱能够自由地流来又流去，这样下去什么时候是个头呢？从一开始就没有人胆敢这样问，这也是我们一味服从公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的最高表现。答案应当在所罗门兄弟公司的交易厅里找，那里可能比华尔街上的任何其他地方都更有希望破解这个疑问，但那里的人们又无意为这些而费心。

每天课后，三四点也好，五点也好，他们总是要求我们从位于23层的教室上到41层的交易厅。你当然可以三天打鱼两天晒网，可是，如果你不经常去的话，就会被人忘记。在所罗门，忘记就意味着失业。想谋职就要积极主动。经理方面也一样，他要为自己的部门争人。在培训项目结束后，有三个人被开除了。第一个被分配到达拉斯，他拒绝前往。第二个神秘地消失了，谣传说他曾邀请一位高级女经理参加一个三人做爱聚会（公司容忍性骚扰，但见不得不正常的性行为）。第三个人最有意思，他就是不敢走出电梯进入交易厅。每天下午他站在电梯里面上上下下地折腾。我猜，他是真的想进去，可就是心里害怕，迈不动步子。关于他的怪异表现的传言不胫而走，甚至连主持培训计划的那个女人都听说了。她决定亲自看个究竟。她站在41层楼的电梯口，整整1个小时，眼看着电梯门开了又关，关了又开，他就是不敢进去。直到有一天，我们发现他不见了。

在你觉得自己胆子还算壮的时候，你要赶紧在交易厅里结交个把经理，把自己藏在他的羽翼之下，他是你的私人导师，按我们的叫法则是“拉比”。在交易厅里，你还要留心学习。你的第一个冲动就是进到圈子里，选一个像样的老师，接受他的督导。不幸的是，这可不是轻而易举就能做到的。首先，实习生根本毫无价值可言。第二，交易厅里多的是大人物，他们的脾气恐怕说不上温柔。你要是径直走过去打招呼，一定要有非常健全的神经。当然，我可能不够公平。许多交易师在本质上是很友好的，他们最多只是不理睬你。但是，如果碰上一个各色的家伙，就会发生下面这番对话：

我：你好！

交易师：你他妈的从哪儿爬出来的？喂，乔，鲍勃，扯下他的裤子看一看。

我（脸红了）：我只想请教几个问题。

交易师：乔，考考他吧！如果利率走高，债券会怎样？

我：会跌。

交易师：太对了，你可以得A。不过现在我要工作了。

我：你什么时候有时间，我想——

交易师：你以为我是干什么的，慈善家吗？我很忙。

我：要我帮忙吗？

交易师：给我买一个汉堡，要加番茄酱的。

我在交易厅里小心翼翼，唯恐有什么闪失。这里的规矩琐碎而复杂，而我却一无所知。推销员、交易师和经理们走来走去，起初我根本分不清他们。不错，我知道他们之间的主要区别。推销员面向投资人，交易师负责下注，而经理则是抽雪茄烟的家伙。除此之外，再就什么也不知道了。绝大多数人同时拿着两部电话机。他们都盯着面前那些小小的绿色屏幕，上面满是数字。他们朝这个话筒喊两句，又朝那个说点儿什么，一会儿又向桌子对面的人嚷了几声，然后又回过头来听电话，一边指点着屏幕一边大叫：“操。”在这里，注意力保持30秒钟已经算是很长的了。身为实习生，我做了人人在这种场合下都会做的事：我凑到一些忙碌的家伙身边，一言不发，沉默地观察，像个无影人。

忍受羞辱是我必须付出的代价。有时我甚至要那个样子等上1个小时，才会有人同我打招呼。一般情况下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

起码也要过上好几分钟。在我看来，这段时间似乎永无尽头。“他们看到我这副奴颜婢膝的嘴脸了吗?”“如果他们一直不理我怎么办?”“求求你们，跟我说句话吧。”我的木然同交易师的极度忙碌形成讽刺性的反差，令人更加难以忍受，无形中又夸大了我的无能。不过，已经迈出了这一步，如果无功而返，那就太难堪了。一旦走开，就意味着承认失败。



尾声

1988 年年初，我离开了所罗门兄弟公司。没有任何表面上说得过去的理由。我对公司的前景并不感到悲观，我也不相信华尔街将会陷于崩溃，我甚至没有因为幻想的破灭而受到伤害（这种感觉会逐渐增强直到某一程度，但还没有到不能忍受的程度，然后停下来）。尽管有许多完美无缺的借口，但我认为我之所以离开仅仅是因为我不需要再呆在这个地方了。

我父亲的那一代人是在信仰中长大成人的。其中有一条信仰就是，从一个人赚的钱的多少可以看出他对我们社会的福利和繁荣所做的贡献有多大。在我成长的过程中，我一直同父亲走得很近。每天晚上，刚刚在前院里打完棒球，浑身还是湿漉漉的我总会一屁股坐进他旁边的一把椅子里，听他讲解为什么这样这样是对的，而那样那样又是错的。在永远正确的事情中，有一件就是能够赚大钱的人总是了不起的。霍拉修·阿尔杰以及诸如此类的人物，看到自己参加工作不过两年的儿子在 27 岁时就弄到了 22.5 万美元的年收入，这极大地动摇了他的金钱观。他刚刚才从这场震惊中恢复过来。

我没有。如果你也像我一样曾在也许是历史上最荒谬的金钱游戏中浸淫过，捞取了与你的社会价值完全不成比例的好处（如果问我是不是值当这么高的收入，我会否定的答复）。如果看到身边那些社会价值和你难分伯仲的家伙全部在大把捞钱，甚至没空去数自己赚了多少钱，你还会坚持自己的金钱信仰吗？当然，这要看个人的情况。对某些人来说，好运仅仅强化了信仰。他们把这些来历可笑的钱看得很认真，以此来证明自己是合众国有价值的公民。这渐渐成了他们的信条假设——只能是假设，要想澄清恐怕没有多少希望——天才们靠打几个电话就能赚那么多钱，这表明了他们在一个更广泛的范围内的价值。也许你会以为这样想的人最终不免自食其果的命运。这倒是个有趣的念头，可惜你错了。他们不会遭殃，只会越来越有钱。我敢肯定他们之中绝大多数人死的时候一身肥肉，快乐轻松。

可是，在我自己的心中，对赚钱意义的信仰却彻底破碎了：赚得越多生活越好的信条被太多的相反的事实所否定。随着这一信条的崩溃，赚大钱于我已不再是梦寐以求的目标。有趣的是，直到赚钱信条破灭的那一瞬，我才知道自己是如此沉迷于其中。

这算不上是了不起的收获，但却是我在所罗门公司收获的最有用的教益。我在那里所学到的其他东西差不多都被抛诸脑后了。我现在可以在市场上轻松地操作几亿美元的投资交易，但在生活中却不知道怎样分配几千美元的花销。我在培训项目中很快学会了点头哈腰，可是一有机会就忘得一干二净。不错，我已经懂得了，人是可以被组织腐蚀掉的。然而，考虑到我本人仍然有意加人某个组织并且情愿被腐蚀（请慢慢来），我看不出这种教训有什么实际上的好处。总的来说，看起来我没有学到什么有实际价值的东西。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也许我走得太早了，好日子还在后头呢。可是既然已经想通没有必要再呆在所罗门兄弟公司里，我觉得应该马上离开。我的工作变成了每天早上重复以前做过的事情。所得的奖励自然也同以前一样。我不喜欢平平淡淡缺乏生气了无冒险意趣的工作。你也许会说，我之所以离开所罗门公司的交易厅是为了追求冒险，这种愚蠢的金融决策绝不是我的风格。在市场上，除非有大捞一票的诱惑，否则就不应该去冒险。即使在就业市场上，这也是一个适用的规律，而我却把它打破了。现在，比起我在交易厅里的日子，不光口袋里钱少了，连我的前途似乎也吉凶未卜。

从表面上看，我作出离开的决定就像是完成了一宗自杀式的交易，只有落入所罗门公司基克推销员之手的顾客才会干这种事。我深信，我离开的是一条通向百万富翁的最短路径。当然，所罗门公司如今正处于困难时期，但是，对于一个优秀的中间人而言，盘里面的肉汁还是满多的，这正是游戏的本性所决定的。一旦公司走出了困境，前途将无限美好。如前所说，我仍然持有所罗门想到公司的股票，我坚信它一定会走向复兴。公司的力量根植于成员的天才直觉，那位说谎者扑克牌游戏世界冠军约翰·梅利韦瑟就是其中的一员。他们可不会因为公司的变故而丧失自己的天才直觉，梅利韦瑟不会，他手下的交易师们也不会，他们还在为所罗门公司交易。不管怎么说，我相信所罗门公司的业务已经不可能再下滑了。此时离开公司意味着我犯了新手常犯的错误：在底部卖出。为了部分地弥补这种损失，最好的办法就是抢在出门之前买上一把公司的股票。

如果说我做了一次糟糕的交易，那是因为我没有把它当成交易。在我决定离开之后，我也曾有机会停下来思考，也许这一决定并不像表面上看上去那么愚蠢。在告别晚餐上，亚历山大坚持说我作出了一个了不起的决定。他说，在他的一生中所作的最好的决定全都是出乎意料的，全都是那些斩断传统的决定。接下去他走得更远。他强调说，凡是因为出乎意料而强迫自己所作的决定都是最明智的决定。在一个注重小心翼翼的职业发展规划的年代里，听到这番倾心于不可预见性的高论，令人不禁有耳目一新的感觉。如果他说的是真的，那该有多好啊。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《对冲基金风云录》

【美国】巴顿·比格斯（1932~　）

仔细算算，这个世界上真正堪称投资巨星的人物屈指可数，可以称作“优秀投资者”的人有一些，此外还有大量的“赶路者”。所谓的优秀投资者则可能数年保持好业绩，在扣除管理费之后仍能给客户带来高于指数若干百分点的回报，这已经很不容易了。至于说“赶路者”，他们有可能一段时间表现好些，但从长期来看并不能一直跑赢指数。那些表现永远糟糕的家伙我就不提了。

这并不是说“赶路者”是些笨蛋或坏人，事实上，这些家伙大多数都很聪明，头脑清楚，而且往往魅力四射，穿着得体，满口投资术语。你不用为他们感到遗憾。这个行业的一大讽刺就是：那些与基准指数表现差不多或略好一点的职业投资人与世界上从事任何行业的人士比起来，得到的收入都是相当丰厚的。这种反常现象的原因在于：投资管理是一个正在兴起的行业，而那些能够在扣除费率的基础上为投资者带来与指数相同回报的“赶路者”，对公司还是挺有价值的。对冲基金经理们能够拿到的报酬更多，但报酬完全取决于他们的业绩。他们其实和职业运动员非常相似。

至于巨星们，人们对他们的智慧看法不一。“优秀投资者”和大多数“赶路者”接受过同样良好的教育，同样专注认真，那么是什么使他们的业绩拉开了差距？是天赋？奇迹？还是多少有点运气的成分？

——引自《对冲基金风云录》



美国康涅狄格州的费尔菲尔德县——美国最富裕州的最富裕县——掌管着数百亿美元的十几只大型对冲基金，撼动着华尔街的核心。巨额财富在这里产生，重要的金融规则在这里被改写。一些超级对冲基金就蛰居在这里，操纵着影响华尔街主流的核心业务。在当今股市和债券表现孱弱的市道下，对冲基金似乎成了华尔街最后的“盛宴”。然而，那些对冲基金的主要玩家却可能是人们几乎闻所未闻的人。他们为那些鲜为人知的公司工作，在绝密情况下运作数以十亿计的美元。在华尔街的大多数人都处境尴尬的时候，对冲基金的高阶管理人仍是在暗中掌握着巨大权力的投机商，也是金钱世界的风云人物，巴顿·比格斯就曾经是其中之一。

巴顿·比格斯除了没有获得诺贝尔奖外，在整个投资界的声誉和影响力几乎可与索罗斯、朱利安等一班

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金融大鳄匹敌。身为摩根史丹利首席战略官时，他的一句评论就足以引发华尔街乃至全球投资者的震动；而作为对冲基金界的“老兵”，他所眼见和亲历的故事比投资界中多数人的见闻都波谲云诡、引人侧目。

自从科技股泡沫的辉煌时代以来，投资已经变成了一项危险的工作，经营对冲基金更是如此。巴顿·比格斯这位华尔街传奇投资家与金融大师，多次被《机构投资者》杂志评选为“美国第一投资策略师”。经历是最宝贵的财富，拥有华尔街顶级投资界30多年的投资经历后，很少有人能像巴顿·比格斯那样看到华尔街如此多的起落，获得如此丰富的经验。而《对冲基金风云录》这本书正是作者以自身经验为读者开启了一扇了解华尔街顶级投资人士的投资生活和内心世界的窗口。书中将一段段投资冒险与个人奋斗的经历，形形色色的生活方式和经营手段，将华尔街特有的商业文化和生存之道演绎得淋漓尽致。这位投资高手的所思所想高屋建瓴，与当下许多中小投资者的实战似乎有距离，但有远见的读者将会从中获取有助于培养我们投资理念的东西。





随着股市和基金投资热潮的兴起，各种标榜基金和股票必读手册或者投资秘诀的书争先恐后地涌出，让读者看得眼花缭乱，一些性急的投资者更是恨不得从书中立刻学到什么短线投资的绝招。投资上真的有放之四海皆准的秘诀吗？巴顿·比格斯很冷静地告诉我们，并不存在所谓投资宝典那样的东西。

巴顿·比格斯是一名金融投资界的老将，具有丰富的实战经验和广泛的人脉关系。更难得的是，他毕业于耶鲁大学文学系，对写作有超常的兴趣。他自己说：“我发现，经常性地写作，或者说记下某种日记，不仅有助于理清我自己的投资思路，也能够为自己的对错保留一份记录。”基于这些要素，他这本自称“以印象派的眼光扫视投资这个行业以及参与其中的专业人士”的《对冲基金风云录》无疑是帮助人们探究对冲基金神秘世界的上佳读物。

长久以来，在纷繁的金融世界中，对冲基金一直占据着那片风云变幻最激荡也最神秘莫测的领域。人们从各国、各地区的金融危机中看到它们的身影，对于这些处于金融食物链最上端的猎食者心有余悸。谈论对冲基金技术的书籍不在少数，但它们的真正运作者却很少被提及。在《对冲基金风云录》一书中，比格斯描绘了华尔街上一群对冲基金的运作者，他们是一群奇特、危险而迷人的家伙，在投资生存战中弱肉强食。

自20世纪90年代以来，每年有大量的对冲基金诞生，也有大量的对冲基金死去。最成功的对冲基金管理者也难以保证自己在市场搏杀中永不失手。红极一时的长期资本管理公司因在俄罗斯政府债券投资中失败而濒临破产是一例；声名显赫的索罗斯量子基金在纳斯达克网络泡沫破裂时损失高达50亿美元又是一例。在《对冲基金风云录》一书中，比格斯把这些管理着他人金钱的男男女女成功时的春风得意和失败时的苦闷绝望表现得淋漓尽致。书中描写了一个名叫吉尔伯特的人，在20世纪90年代晚期网络股红火的时候搭了顺风车，赚了不少钱。在老婆的催促下，他们花1000万美元购置了一栋古老的石料大宅，准备豪华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

装修。2001 年，网络泡沫破灭，吉尔伯特的基金大大缩水。他在尚未完工的家里呆想了几天，决定关闭基金，折价出售住宅，全家离开所住的城市。另一位叫珊迪的女士，是一家 200 亿美元规模的对冲基金的明星投资经理，在她表现出色的 1998 年前后，当她出席投资演讲会的时候，人们甚至会高呼她的名字，争相与她合影。由于她的出众，公司管理层大幅度提高了她的薪酬和福利。但几年后，由于业绩下滑，她被解雇了……面对这些对冲基金从业者的成功与失败，比格斯说："即使把所有需要承担的沮丧因素都考虑进去，职业投资人也仍然是这个地球上最诱人、最具挑战、收入最高的行业。"第一手经验是最好的老师，很少有人能像巴顿·比格斯那样看到华尔街如此多的起落、获得如此丰富的经验。《对冲基金风云录》像其本人一样率直、机智、充满魅力，它揭开一层层神秘的幕布，让读者走进华尔街的总裁办公室和晚餐会，借助巴顿·比格斯的眼睛看到残酷而诱人的对冲基金世界的真实景象。与其他的华尔街人士相比，巴顿·比格斯在描绘市场时更有品位、更清晰，也更富有见地。

《对冲基金风云录》是投资书籍中最富有启发性和引人入胜的作品之一。虽然比格斯在这本书中没有提供什么简单易行的操盘秘诀，而只讲了很多故事。可如果耐心读下去，我们就会发现，巴顿·比格斯的讲述充满了魅力。他用幽默而坦率的口吻将对冲基金的操盘手在华尔街翻手为云覆手为雨的奇特经历娓娓道来。故事中不仅有他们的得意与辉煌，更有他们的辛酸与悲凉，对冲基金世界残酷而诱人的景象被真实地呈现出来，可以说为我们带来大量宝贵的投资经验。



走近对冲基金



"美国第一投资策略师"巴顿·比格斯的《对冲基金风云录》是投资类书籍中一部极富启发性和引人入胜的作品。该书的主人公是华尔街投资界被称为"刺猬"的对冲基金经理们，作者以自己的亲身体验向读者展示了投资界和对冲基金幕后的奇闻逸事。

巴顿·比格斯是华尔街的传奇投资家与金融大师，在摩根史丹利工作了 30 年，曾担任摩根史丹利首席战略官，为该公司创立了世界上最优秀的投行研究部。2003 年，他离开摩根史丹利，创立了名为 Traxis 的合伙对冲基金，如今该基金管理的资金已经超过 10 亿美元。

对冲基金经理之所以被称为"刺猬"（hedgehog），是因为他们所从事的行业——对冲基金业（hedge fund）。虽然这样称呼他们是一种巧合，但是他们却如此的相似——辛勤而怪异、迷人而危险、执著而贪婪，在浑身尖刺下隐藏着敏感的内心。这一只只"刺猬"便是本书的主角。作者以印象派的笔法描绘了一群职业投资者的生涯，展现了这个充满激烈竞争的投资世界带给人们的悲和喜。

众所周知，近年来对冲基金的规模增长迅速，2004 年年底资产达 9720 亿美元，基金数量达 8000 多只，相比 1990 年分别增长了 37 倍和 12 倍。有分析人士预测，到 2008 年对冲基金资产将达 1700 亿美元，数量将增至 1.2 万只。对冲基金的最大特点是其所受的金融监管比较少，基金经理的投资策略有较大的自由度。另外，一般来说对冲基金经理的报酬除 1%~2% 的基金管理费之外，直接与业绩相关（一般有 10%~20% 的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业绩分成)。因此，对冲基金经理们会尤其重视其投资策略的选择。其实，整体对冲基金业的关键其实就是这些被称为“刺猬”的对冲基金经理。于是，想要增加对整个对冲基金运作的认识和了解，就得走进“刺猬丛”，看看各式各样的“刺猬”的生活，

在紧张的生活之余看《对冲基金风云录》一书是一种别样的阅读享受，虽然投资生活复杂而惊险，但是本书的投资故事却易懂而有趣，同时让人觉得豁然开朗。之前，你也许只是觉得对冲基金经理这一职业很神秘，对他们的了解仅限于一些道听的零碎的印象。殊不知在他们的生活中，酒窖和西部滑雪屋，知名高尔夫俱乐部会员和共享直升机，都是缺一不可的。从书中可知，他们大部分人拥有显赫的背景，一般沿着安多福（美国著名私立高中菲利普斯中学所在地）—耶鲁—哈佛商学院的辉煌路线一路走来。当然这其中也包括了本书作者巴顿·比格斯。巴顿的父亲是一位非常成功的职业投资家，曾担任纽约银行首席投资官和多家企业的董事。他于 1955 年毕业于耶鲁大学英文系，后来又以优异的成绩从哈佛商学院毕业，并于 1961 年便进入华尔街。

然而，“刺猬”生活中心酸而艰辛的一面才是该书真正想揭示的内容，专业投资的复杂与惊险才是其真正想阐述的主题。该书的目的并非向读者讲述具体的投资策略，却自始至终都渗透着只有专业投资者才承受的情感：折磨、压力、复杂、艰辛、变化无常……正如作者书中所说的，每一个“麻雀变凤凰”的故事背后都隐藏着至少两个“凤凰变麻雀”或“麻雀变凤凰再变麻雀”的故事。该书向读者展示了作者自己抛空石油策略失误后的后悔、创办对冲基金历程中的煎熬以及路演过程中的艰难。同时，该书还对其他的各式各样的“刺猬”进行了描绘，包括个性安静却热爱高风险投资的蒂姆取得成功的奇闻；善于高瞻远瞩但夸大预测的“胡子先知”文斯的逸事；对冲基金界的“不落明星”杰克保持 20 年风光业绩的秘诀；《华尔街日报》神奇提示贾德森·托马斯的令人毛骨悚然的故事……

巴顿·比格斯喜欢把投资比成艺术，根据投资信条把投资者分为三大派别：成长型投资者、价值投资者和不可知论者。由于历史数据分析得出价值型投资的表现优于成长型投资，作者作为一个不可知论者，也更偏向于价值投资。众所周知，本杰明·格雷厄姆是价值型投资的鼻祖，巴菲特也对这种策略推崇备至。

作者坦言，投资与其说是一门科学，倒不如说是一种艺术。在竞争惨烈，充满风险、诱惑、艰辛和折磨，只有数字和美元的华尔街投资界，取得成功需要一些特殊的要素：智慧、经验、勤奋、灵活、想象力和强大的预知力等等。一位知名的经济学家并不一定能成为一名成功的职业投资者。职业投资者要想成功，至少得对智力竞争怀有喜爱与激情，并能够应对突如其来的压力和逆境；专注和贪婪还不够，还应当真正热爱这场游戏的复杂性。《对冲基金风云录》全书最后以 20 世纪最有影响的经济学家凯恩斯的个人成长和投资传奇经历结束。从书中我们可知，凯恩斯是难得的经济学家和对冲基金经理的完美结合，这个伟大经济学家和对冲基金经理的传奇故事足以让当今对冲基金界的精英们相形见绌。

读完《对冲基金风云录》这本书，最大的感受是，对职业投资者的了解，除了表面上璀璨的光环以外，对其背后的艰辛和所需承受的折磨以及专业投资的复杂性有了更深刻的体会。也许著名金融专栏作家安迪森·维金对本书的一句评述能给我们带来一些启示，“建议你们在读完本书之前，先别把钱交给华尔街上的任何人。”（佚　名）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不为人知的“刺猬”般的生活

“只看见贼吃饭，没见过贼挨打”。我们往往惊叹于手握重金的对冲基金经理们挥舞着金融衍生工具时的豪迈与辉煌，却很难知道其辉煌的背后又是什么。所幸，巴顿·比格斯，这位与索罗斯、朱利安等齐名的“美国第一投资策略师”，通过所著的《对冲基金风云录》，向我们展示了诸多投资经理们不为人知的“刺猬”般的生活。

与其他金融工具不同，它们利用期货、期权等金融衍生品以及基础证券之间的关联性来对冲风险，赚取更高收益。因此，基金经理自是褒贬不一，而声誉最著者自然非金融巨鳄索罗斯莫属。他对决英国央行的完美一役和在 20 世纪 90 年代末亚洲金融危机中的贪婪表现，让世人知晓了对冲基金和贪婪而凶险的对冲基金经理们。在本书中，作者以“刺猬”来喻指对冲基金经理，虽诙谐，却揭示了其本质，对冲基金经理与对冲基金两者同样辛勤而怪异、危险而迷人，且同样在浑身尖刺下隐藏着敏感的内心。他们像刺猬不知疲倦地寻找橡果那样，寻找投资机会，不仅要承受市场变化带来的业绩波动和残酷竞争，更要忍受投资者“唯利是图”的投资本性。可以说，他们是最感知人情冷暖、世态炎凉的人，而唯一主宰他们的就是业绩，而好业绩总是如昙花一现。据统计，一只排名前 20%的基金能连续 3 年保持前 20%的概率不到一半，而基金的平均寿命只有短短的 4 年。在此压力下，基金经理们自然是整日如履薄冰，一旦判断错误，可能满盘皆输。事实上，失败总是经常的，像达摩克利斯之剑高悬头顶。为此，有人牺牲了健康和爱好、友谊与亲情，甚至身家性命。如 20 世纪初的传奇投资家利弗莫尔曾经所向披靡，而最终却在 20 世纪 30 年代的大危机中自杀于一个男厕所中。至于那些所谓的明星投资经理们又是怎样的呢？“股神”巴菲特曾说，他们只是扔硬币游戏下概率法则作用下的幸运儿，终有一天也会被淘汰出局；而在作者看来，也许是他们付出了更多的时间和辛苦，承受了更大的压力。总之，一旦做了“刺猬”，别无选择，只能像“刺猬”那样生活。

同样，《对冲基金风云录》一书还告知我们投资的本质是什么，而这对我们来说更为重要。投资不只是研究公司基本面那么简单，也不仅仅依赖技术分析，而更需要参透市场的情绪和参与者的梦想，而后两者永远最难以参透。换句话说，投资就像是在一个由事实、数据、情绪和梦想组成的四维空间中作战，有着太多的不确定性，结局永远不明朗。而所谓的各种投资手段和方法都有其迷人之处，也都有其不足。作者说，只有自大狂和傻瓜才幻想抓住顶部和底部。而在市场转折点，大多数人的感觉永远是错误的。所以，作者认为并不存在投资宝典那样的东西。在作者家庭的一次选股大赛中，第一名却是作者的母亲，她对投资一无所知，而只是选了那些生产她喜欢的产品或是她有好感的企业。这又从另一个侧面告知我们，投资远没有我们想象的复杂。

和德鲁克的《旁观者》一样，作者以印象派的手法描述了诸多投资经理们，道出了他们的得意与辉煌，更道出了其中的辛酸与悲凉。但是，和德鲁克的角度不一样，本书绝非“旁观”，而是以作者在 2003 年发起成立 Traxis 合伙基金为线，串起这些辉煌或曾经辉煌的人们。借助作者的眼睛看到残酷而诱人的对冲基金世界的真实景象。华尔街那些执著专注的投资人，是一群奇特、危险而迷人的家伙，在投资生存战中弱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

肉强食。华尔街浓厚的商业文化、深邃的生存之道在他们身上被演绎得出神入化。

时下，国内股市正热，投资正进入越来越多人的生活，而基金持有者也惊喜于过去一年基金经理所奉上的丰硕回报。不久后，股指期货亦将面世，我们的基金经理也将操起“做空做多”这些对冲基金的惯用手段，而真正的对冲基金也将很快为我们亲身感知。在此背景下，这样一本书的出现，无疑对我们是大有裨益的。（佚　名）



美国第一投资策略师



巴顿·比格斯是关心财经新闻的读者耳熟能详的名字，他毕业于耶鲁大学英文系，作家梦破灭后上了商学院，而后进入华尔街。20 世纪 60 年代，他在美国康涅狄格州的费尔菲尔德县建立了首家对冲基金——费尔菲尔德基金。目前，大约 380 家对冲基金将总部设在费尔菲尔德县，它们管理的资产总额超过 1500 亿美元。然而，早在 1973 年，比格斯就离开他那些留在康涅狄格州继续从事对冲基金事业的伙伴，加入摩根史丹利。摩根史丹利以其优秀的金融咨询服务和市场执行实力享誉全球。作为一家在纽约证交所上市的全球金融服务公司，是全球证券、投资管理和信用卡市场的佼佼者。比格斯以合伙人身份，在摩根史丹利公司任职 30 年，领导他所筹组的摩根史丹利研究部门，成为世界最好的研究单位。他还曾一手创办公司的投资管理业务部，并担任其主席达 30 年之久。到 20 世纪 90 年代中期，摩根史丹利投资管理部每年赢得的新客户超过任何竞争对手，每年新招揽的法人客户高居业界第一。

比格斯，这位美国年度最佳投资策略师，在随后的 20 多年里开拓了该投资银行的资产管理业务，并成为华尔街投资策略家中的领军人物之一。比格斯目光敏锐，经常迅速地扭转客户的狂热心态。

2003 年 1 月，比格斯离开他服务了 30 年的摩根史丹利，重新开始了他有着长远规划的个人事业——跟两位同事合创当年规模最大的新避险基金，即特雷西合伙公司。这家公司目前管理的资产远超过 10 亿美元。比格斯曾经在每一个主要国家的论坛中发表演说，也曾作客国家广播公司商业台（CNBC）与其他节目 300 多次，在投资领域可以说影响颇广。



第十六章　拥有财富之后如何抓牢它



风险投资的高风险与高回报

谈到风险投资和私募股权投资，山姆承认他错过了 20 世纪 90 年代的暴发期。不过，他觉得风险投资被吹得太神了，好像通过它一夜致富是那么容易。大家普遍认为，风险投资是一个奇迹般的资产类别，投资顾问们也总是能举出一些精彩的例子，好比耶鲁基金、惠尼投资、Venrock 投资这些长期从事风险投资的专业机构是如何获得惊人的长期高回报的（这 3 家机构都在长达 30 年的时间里获得将近 30%的年收益）。毫无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

疑问，如果风险投资运转良好，而你投资的又是最棒的企业，一切都会很好。不过，山姆告诉我，他的一些老友在喝多了之后透露，他们已经快死在风险投资上了。用冷静的眼光去观察风险投资，你会发现它是一种高风险的残酷生意，破产率高、违约率高、对新进者没什么门槛。此外，退出很难，钱根本拿不回来。不过，若是你选对了投资的时机和对象，也完全有可能赚得盆满钵满。

我在第十章提到的风险投资经济指数显示：1969 年到 2002 年间，风险投资基金的平均年回报率为 15.8%，对于一种流动性极低的资产来说这样的收益基本合理。大型美国股票（流动性极高）在同期的回报率平均为每年 10.6%。在计算风险投资的回报时，起算的时间点影响很大。《经济学人》的一项调查显示，在 1988~2000 年期间，风险投资的年回报率为 12%。

经理人的选择对于风险投资来说至关重要，也十分困难。这一点与私募股权投资一样。旧金山的一家风险投资基金霍斯雷·布里奇斯最近的一项研究结果是：1990 年到 2003 年 6 月，1950 亿美元涌入了风险投资基金。在所有的基金中，业绩表现前 25%的基金共吸引到了 200 亿美元投资，回报给投资者的则是 800 亿美元，未来回报应该还会更多。其余砸进风险投资行业的 1750 亿美元却没给投资者带来任何净回报，从现金上看还损失了 10%。随着这些基金的成熟和 1999 年、2000 年的巨大投资产出成果，收益可能会提升，但也不能确定。在技术和互联网泡沫破灭后的今天，谁也无法确认当前的估价是否合理。其实，估价还是有可能过高。

有意思的是，硅谷的风险投资泡沫从未真正地缩小。人们估计现在风险投资基金手中握着大约 800 亿到 1000 亿美元没投出去，而在 2004 年第四季度就又有 100 亿美元的新资金涌入。之所以会有这么多钱未能找到投资对象，是因为在风险投资最热的那段时间，投资者为了进入这些基金都承诺在基金的整个生命期不会撤资（合同中都不包括撤资条款）。此外，他们还同意无论钱有没有投出去都支付固定的管理费（通常是每年 2%）。显然，这样风险投资基金就没有什么动力向投资者返还资金了，因为他们什么都不用做就能舒舒服服地净挣管理费。2004 年第四季度，真正被投到创业公司中的资金是 70 亿美元，还不如新涌入的资金多。硅谷微妙的创业生态系统已经开始阻塞。

我觉得现在并不是把钱放到风险投资中的好时机。正如橡树资本创始人霍华德·马克斯的名言：“再好的投资主意也会被过高的门槛价格所毁坏。”风险投资如同耕地，要么让你喜获丰收，要么让你颗粒无收饿肚子，其周期与《圣经》描写的相仿（7 个丰年接着 7 个贫年）。20 世纪 90 年代是有史以来最大的丰年，那时募集到的资金到现在还有那么多没投出去。几年前有一次，戴维·斯文森向我透露了耶鲁基金的私募股权收益。在 25 年的时间中，耶鲁从事风险投资的复合年收益率是 35%，从事私募股权投资的复合年收益率是 31%，两者都是扣除了费用后的数字！我还不知道其他什么拥有如此大型多样化投资组合的投资者能做得这样出色。2000 年，耶鲁在一个 20 亿美元的私募股权投资组合上的收益率是 168%，谁能不为这样的回报率着迷呢？

耶鲁聪明地逃过了技术泡沫破灭那一劫。斯文森并未透露他是如何做到的，但我猜想在 1999 年和 2000 年市场最疯狂的时期，耶鲁多半是买入了看跌期权并做空指数期货，用以对冲其在风险投资和杠杆收购基金上的风险。而且，在形势尚好的那段日子，当一家风险投资基金把创业公司运作上市并向投资者们发放股份之后，耶鲁立刻就把刚到手的股票沽出。

投资者还需考虑的一个问题就是：自己的内心是否足够坚强，能否承受住风险投资本质上的波动性。不妨再拿耶鲁基金做例子，看看它的杠杆收购投资回报：1980 年增值 231%，然后在接下来的 3 年跌去 74%。想象一下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在 1984 年向你的投资委员会解释这样的事实是什么情景吧。在丰收期，最佳的风险投资基金收益巨大，它们耀眼的投资表现吸引了大量的新资金和成群的仿效者，而这些人往往经验欠缺、能力不足。然后，回报消失了，后进者的情形如何就很少有人去关心了。

《经济学人》的研究还显示了选择风险投资基金的难度。在大多数的年份，表现好和表现中等的基金之间差距巨大。就算在好年景中，很多风险投资基金实际上也在亏损。在风险投资中，表现最好的 1/4 和表现最差的 1/4 业绩相差 23 个百分点，这无疑是所有资产类别中最高的。紧随其后的是杠杆收购公司，差距为 14 个百分点。而在多数股票和固定收益证券类别中，差距只有 2~4 个百分点。

带着怀疑和谨慎选择对冲基金

对冲基金的选择也很重要。根据 TASS 数据库的统计，在截至 2003 年 3 月 31 日的 5 年时间里，表现前 25% 和前 75% 的对冲基金业绩差距为 9.5 个百分点（分别增长 12.7% 与 3.2%，同期标准普尔 500 指数年均跌幅 3.8%）。不难想象，一般对冲基金比私募股权基金波动性低：对冲基金的波动率为 15%，标准普尔 500 指数为 21%。至于组合基金，表现好坏的差距更小一些：5.3 个百分点（前 25% 和前 75% 的组合基金年增长率分别为 9.2% 和 3.9%，波动性 12%）。当然，对冲基金比私募股权投资流动性更强，通常也更透明。

想一想我那位老友山姆的投资方略和继承税的问题，我发现它非常适合于拥有 1 亿美元以上投资资产的机构。不过，让我们来作这么一个设想吧：你退休了，手里有 2500 万美元的金融资产，并且是投资领域的老手。你算了算，发现你每年需要 40 万到 50 万美元的税后收入才能维持你所习惯的生活方式，而每年你的养老金、社会保险等等收入大约有 15 万美元。于是你把 500 万美元买成了高等级的中期免税债券，每年能给你带来大约 22.5 万美元的收入。要是我的话，还会买下 200 万美元的 10 年期国库券，作为战略储备。（它们每年能有 8.5 万美元的税前收入。）然后，其余的 1800 万美元，我会买 500 万到 700 万美元的先锋股票指数基金，剩下的要么投资在 5~10 家对冲基金中（如果能管得过来的话），要么交给几家组合基金。这一策略的要点是：投资债券用于获得稳定的收入，投资股票期待成长，而对冲基金永远是重要的投资选择。当然，这一模型过于简单化，具体怎么做很大程度上要取决于你的收入水平、专业知识和你的投资顾问的能力。

山姆对于对冲基金行业的现状也有一些高见。他说那些长期记录良好的优秀对冲基金运营者已经快被涌来的资金淹没了，资金的规模已经超出了他们的运作能力。他们喜欢网罗那些有前途的年轻人。一位基金大亨就曾告诉他的客户：他拥有一只“新兴经理基金”，运营者是他这些年来见到过的最聪明的 5 个小伙儿。他知道那些无畏无惧的年轻人能够冲锋陷阵，但也知道无畏无惧会让他们犯下愚蠢的错误。所以，这位大亨准备亲自严格监视这几个年轻人，就像老鹰监视耗子一样。投资者们很开心，他们当然最喜欢看到这样的组合。

山姆谈到纽瓦克市一个叫吉米的家伙，他是个交易狂人，一直战绩辉煌。在吉米最得意的那段日子，他收取利润的 50%，不要固定管理费。吉米不是傻子，他知道自己不可能拿着几十亿美元还像几亿美元时那样运营，所以决定改变费率结构，变成 30% 的利润提成加 2% 的管理费。他要打造一个对冲基金帝国。虽然收费奇高，但只要他保持着那种点石成金的投资能力，资金就会源源不断地涌来。上周出了条新闻，吉米从另一个对冲基金大亨那儿挖来一个风头正劲的年轻人，让那孩子管理 3 亿美元。他们的协议是：那孩子拿利润的 15% 和 1% 的固定管理费，等于和吉米平分。面对这么多钱，再出色的年轻人也很难不动心的。另一方面，那孩子也不一定干得长，吉米炒起别人鱿鱼来是有名的快手。你要是为他工作，最好能拿出点成绩来，否则，他炒你时，可别指望什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

么金色降落伞。除了一个坏名声，你会两手空空地离去。至于吉米，他认为自己无论是挑股票还是挑人从来不会走眼，如果出现问题，一定是别人的问题。

组合基金也在上演狂热的一幕。不久前查利·芒格就说过，他喜欢“组合基金基金”的概念。他说道：“如果双重收费有自己的好处，那么三重收费就一定更好。”而且，老天，他所说的东西已经出现了。伦敦的一家规模38亿美元的组合基金为了进一步多样化和降低风险，正在创立一个投资于组合基金的“组合基金基金”，即将投资于11家组合基金。

还有一个最新进展，那就是银行也进入了组合基金领域，而且为客户提供杠杆。我就知道有个富人想花200万美元购买一只银行基金。

“我告诉您吧，”当时银行的那位私人财产顾问热情地鼓动他，“从记录来看，我们的基金波动性低，每年的回报达到8%。干吗不再从我们这儿贷款400万呢？这样在付掉利息之后您一年还能赚将近20%。轻轻松松，没有一点儿负担。”

如今，18个月快过去了，市场徘徊不前，大家都在挣扎。那家组合基金几乎没什么收益，而双重管理费加上贷款利息已经把富翁的投资报表烧出一个大窟窿。结果是客户失望，纷纷从组合基金赎回，组合基金也只能跟着从对冲基金那里赎回。

有时，融资杠杆会给你带来大麻烦。设想一下，出于某种原因一家大型组合基金开始亏损，这时止损机制被激活，组合基金不得不指示它投资的那些对冲基金卖出部分多头，买回部分空头。为满足赎回要求而做出的空头平仓会导致人们的不理智举动。每个人都担心着自己的投资组合，结果是更多的损失和更多的赎回接踵而至。于是人心惶惶、谣言满天飞，真正的恐慌开始了，投资组合保险和长期资本公司的故事重复上演。虽然1987年的大崩盘不能说是投资组合保险引起的，但至少是被它大大激化了。杠杆是毒药。而且老话说的没错：流动性是个胆小鬼，麻烦刚一露头它就跑得无影无踪。

不要自己做对冲：利用组合基金是正确选择

很多组合基金并不提供杠杆，但它们为富人提供重要的服务。我的山姆老兄直接投资于对冲基金，把它们作为自己投资组合的核心。如果你也非常富有并且像他那样在行，那么直接投资是非常正确的。问题在于，你得保证在其中投入很多的时间，即便不是全职去做，至少也得把它当成一项严肃的业余工作。我想，你若是想把主要投资放在对冲基金上，就应当至少投资于5家基金，拥有5~10名主要的投资经理，还有5只后备队。在这种情况下，你就得花大量的时间去研究它们，拜访那些经理，甚至于去参加摩根史丹利的某些研讨会。一天听10场介绍可不轻松，自己投资于对冲基金是一项艰苦的工作。你必须得亲自研究你的投资，而不是靠道听途说。你得了解它们的投资过程，如果它们不能或不愿说明，就离它们远点吧。要是他们号称自己发明了某种神秘的计算方法，就更该赶紧和它们说再见。除非你确实能勤奋地完成上面的工作，否则还是选择组合基金，通过组合基金来投资对冲基金为好。优秀的组合基金不在少数，它们的经营者都极为职业化，会勤勉认真地开展大量研究分析工作。虽然这样你要多付一层费用，但对于没那么勤奋聪明的普通投资者来说，组合基金的多样化和专业性会让你觉得它物有所值。

历史显示，从较长的时间来看，一只管理良好的组合基金在市场景气时至少不会低于标准普尔500指数的涨幅，而在市场下滑时能保护你的投资，且波动性较低。这样真的就很不错了。在2003年3月之前的5年时间中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场经历了巨大的起落，标准普尔 500 指数平均每年下跌 3.8%，而表现中等的组合基金回报率是 6.3%，表现居前25%的组合基金回报率是 9.2%，居前 5%的回报率是 15.7%。所以说，组合基金是正确的选择——对山姆一类人除外。



第十七章　三类投资信条：成长、价值和不可知

寻找成长型股票极其困难

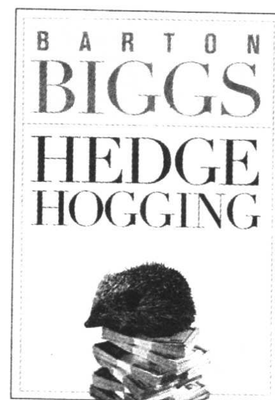
正如艺术有不同流派，投资信条也有三大派别：成长、价值和不可知。我所认识的绝大多数投资者都可以被归入其中一类。我自己想成为一名价值投资者，但表现得更像个不可知论者。

信奉成长理念的投资者认为，应该投资于那种盈利和分红稳定增长的公司股票。在他们看来，控制买入成本固然有用，但不如确认股票的成长性来得重要。从定义看，成长型公司指的是那些处于周期性特征不明显的行业中、利润良好、居行业领先地位、拥有优秀管理团队的公司。理想的投资方法是持有上升行业的股票，直到行业开始衰落，卖出则应是因为行业前景发生变化而不是股价上涨。研究证明，如果你具有绝好的眼光，购买了盈利增长最快的公司的股票，不管它的估值如何，你得到的长期年均回报将超出标准普尔 500 指数 11 个百分点。这可不是个小数目!

问题在于，谁都没有绝好的眼光，人们总是对自己挑选成长型公司的能力过于自信和乐观。预先辨别公司的成长性极其困难，正如前几章曾经提到的，基于各种原因，成长型公司很容易丧失其原有的成长性。另外，当投资者可以清晰地将一个股票认定为成长型股票时，它的成长性多半已经在价格中得到了充分反映，此时，你只是花高价买入了一家好公司的股票而已。

成长型投资者往往容易爱上那些曾经给他们带来不菲回报的股票。请记住，这是在投资股票，不是谈恋爱，价格涨上去了就要抛掉。你可以去爱一个人、爱一个小孩、爱一条狗，但不要迷恋一只股票。

尽管早在 19 世纪伦敦的商人银行、苏格兰的信托公司以及瑞士的私人银行就在进行成长型投资，但现代的成长型投资理论是到 20 世纪 30 年代才由托马斯·罗派斯提出的。那时，大萧条的阴影正笼罩着美国。罗派斯首先关注的是股票分红的增长，二战后，他进一步拓展了关于成长性的定义，并在投资中不断加以实践和推广。罗派斯先生晚年的性格十分极端，每次我见到他，他总是对非成长型投资者嗤之以鼻："为什么在有好公司可以选择的时候，有人仅仅为了图便宜就去买一个平庸公司的股票?"罗派斯这样来定义成长型股票："所谓成长，就是一个盈利已经保持长期增长的企业，在每一轮商业周期顶部，其每股盈利不断创下新高，而且有迹象表明，在每一个商业周期中均保持着超越生活水准上涨水平的增长速度。"



《对冲基金风云录》
英文版封面

另一个非常成功的成长型股票投资者是先锋资本的鲍博·巴克，他对成长性的表述略有不同："在我们公司，我们致力于寻找那些为数不多的、在很长一段时期内每股收益快速增长的公司。我们的组合全部投资在这样的股票上，对不属于这种类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

型的公司我们不会关注。

"我们为此节约了大量的时间。"另一位睿智的投资家温思罗普·诺尔顿将成长型股票比作巨大的摇钱树，他的话大意是：好公司就像一棵大树，种子是多年前种下的，后来生根发芽、茁壮成长、新枝繁茂。树不可能长到天堂，但摇钱树将把你带进天堂。

价值投资者喜欢差公司

与成长型投资者相反，价值投资者喜欢投资便宜股票，便宜不仅体现在相对价格上，也体现在绝对价格上。他们认为，大多数投资者都容易犯错，经常会对一家公司的基本面作出错误判断。通过以低廉的价格买入，价值投资者给自己的投资创造了一个安全边界。真正的价值投资者不会对差公司失去兴趣，极端价值投资者有时甚至认为"越差的就是越美的"。他们喜欢三"低"公司——低持有、低关注、低估值。当然，他们也希望能以低价买到管理好、经营好的公司，但这样的机会少之又少。于是，他们投资于那些市值低于重置成本的公司、目前盈利低于其潜在盈利能力的公司，以及那些从传统估值角度来看股价被低估的公司。

价值投资者绝对不会爱上他们的股票。当他们持有的差公司股价上涨超过其内在价值时，他们会毫不犹豫地抛掉，再寻找下一只便宜股票。成长型投资者组合中都是些令人景仰的、拥有特许经营权和专利权的优秀公司，而价值投资者组合中都是些盈利不佳、负面报道累累的差公司。就定义而言，价值型股票是指那些因一般投资者的悲观态度而使股价没能很好反映出资产和盈利能力的股票。这些公司经常有一些坏消息，而喜欢推断的投资者们总认为它们还会继续有坏消息。

本杰明·格雷厄姆是价值型投资的教父，巴菲特对其推崇备至。巴菲特将格雷厄姆提出的内在价值定义进一步拓展到品牌和特许经营权等无形资产范畴。伯克希尔·哈撒韦公司的巨大规模注定巴菲特必然成为一名买入持有型的价值投资者。巴菲特喜欢产品为他熟知、现金流量充沛的公司，因为技术股不符合这样的要求，他从来不购买技术股。格雷厄姆建议投资那些具有安全边界的公司，在他看来，安全边界指的是公司资产的清算价值（其他同业愿意支付的资产购买价格）高于股票成本的那部分差额。格雷厄姆在其经典著作《证券分析》的扉页上引用了霍拉斯《诗艺》中的一句："该典藏的正在坠落，该坠落的正绽放着荣光。"

成长与价值：谁的表现更好？

从历史数据来看，成长型投资与价值型投资的表现差异明显，价值型投资的表现优于成长型投资，在小盘股方面尤为突出。权威机构如伊博森、权威人士如法玛及法兰西都曾经构建过成长型股票和价值型股票指数，并计算了它们的表现。根据伊博森的研究，1927年以来，大盘价值型股票年化收益率为11.5%，小盘价值型股票为14.8%。与此同时，大盘成长型投资的年化收益率为9.2%，小盘成长型为9.6%。如果按75年的复利计算，那差距就更明显了。在1927年，如果投资1美元在小盘价值型股票上，则今天收获35957美元，而投资在大盘价值型、小盘成长型、大盘成长型股票上，则收获分别为4802美元、1089美元、820美元。小盘价值股与其他几种股票之间的差异令人惊讶。75年间，它的收益几乎是大盘价值股的8倍、大盘成长股的40多倍。这样的数据一定让格雷厄姆开怀大笑！按10年的区间划分，只是在20世纪30年代和90年代，大盘成长股的表现才超越大盘价值股。不过，在有些年份中，我们也会看到另一种令人惊讶的差异，例如在1998年，大盘成长股回报为33.1%，而大盘价值股仅有12.1%。

如果只能在上述4种股票中选择1种，小盘价值股应该最为适合美国个人退休账户和长期指数型投资者。很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

显然，股票是高回报的资产类别，而小盘股最具潜力。不幸的是，在2005年年中这样一个特定时点，小盘股，无论是价值型的还是成长型的，与大盘股之间的价值比率都处于历史上的最高阶段。在过去的6年中，小盘股比大盘股表现要好得多，小盘价值股也远远超越了小盘成长股。现在，大盘股相对于小盘股更具吸引力，而大盘成长股相对于大盘价值股又被低估了。鲁德公司“大盘成长指数”90家公司的平均市盈率为20.5倍，“大盘价值指数”的平均市盈率为11.9倍，两者之比为1.68，而历史上此项比例的平均值为2.5。

我认为，对个人退休账户而言，先锋公司的指数基金最值得关注。不错，如果能选对一只共同基金，你将获得阿尔法和超额业绩，但要选准这样的基金，你得绞尽脑汁地对付高费率、业绩波动、经理人变动等等问题。在小盘价值股变得便宜些的时候，先锋公司的小盘价值指数基金值得选择。该基金基于摩根史丹利资本国际（MSCI）指数进行股票选择，遴选标准包括市净率、分红收益、每股盈利、销售增长、长期盈利增长速度等8项与价值和成长有关的指标。摩根史丹利资本国际将市值总规模排名在751~2500之间的公司定义为小盘股，根据每只股票在上述8项指标上的综合评分，电脑自动将其划入摩根史丹利资本国际小盘价值指数和摩根史丹利资本国际小盘成长指数。或许这不是最理想的办法，但它抓住了事情的本质。另一个问题同样重要，指数基金的管理费率低得多，没有销售费用，每年的总成本在18~27个基点（具体取决于持有股票的种类），而主动管理型基金的管理费率在80~150基点之间，还不包括销售费用。

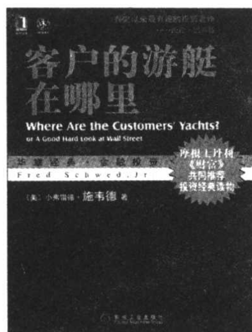
成长型基金的管理者认为，先锋和伊博森的指数过于简单，他们宣称自己具有特别技能，可以筛选出持续增长的股票，淘汰那些不理想的公司。他们有时相信自己很有先见之明，在他们眼中，价值投资接近于拣垃圾。他们认为，前面那些数量化的指数并不能说明任何问题，真正的对比应该是成长型基金经理与价值型基金经理之间的业绩比较。他们同时指出，对于要纳税的投资者来说，因为价值型投资者在股价上涨后会选择卖出，而成长型投资者可以一直抱着一棵摇钱树很多年，价值型组合的周转率和税收均要明显高出成长型组合。

讲一个关于这方面差异的例子。20世纪70年代初，我父亲担心自己的健康状况、通货膨胀，还有我母亲未来的生活，他认为我母亲会比他多活很多年。父亲不喜欢债券，他经常说“买债券的辛苦捉小鱼，买股票的天天吃好鱼”。父亲为母亲选择了一个成长型（和周期性成长型）的股票组合，其中包括菲莫烟草、卡特彼勒、埃克森、可口可乐、美国国际集团、花旗、惠普、伯克希尔·哈撒韦、通用电气等等，全都是那种踏实得让人可以安心入睡的股票。母亲两年前以95岁高龄去世时，其中很多股票一年的分红就比当初的股价还要高。

母亲的股票组合在32年间的年化收益率为17%，她获得的分红也基本保持着这样的增速。我估算，母亲收入流的购买力每年大概以12%的速度增长。母亲唯一需付的税是股票分红税。年岁渐高以后，卖出股票对她而言已没有意义，不管这些股票是否被高估，她坚持持有，否则就要支付高额的资本利得税，子孙们还得支付55%的遗产税。当然，这一切建立在一个基础上：必须选准并持有那些能经受住时间考验的成长型公司。这可不是件容易事。我弟弟和我一直关注着母亲的股票组合，当其中一些公司变得糟糕时，我们会将它们剔除出去。

弟弟和我是幸运的，我们有专业背景的支持。我认为，对业余投资者而言，自己挑选个股是非常危险的。正如前面所说的，历史数据表明，大多数成长股的成长性极为短暂，而一旦转势，它可能将前几年带给你的利润全部抹去。共同基金的管理费很高，基金经理也不稳定，要碰到一个比尔·米勒简直比登天还难。那该怎么办？正如我前面指出的，一个可行的选择是持有一种指数基金，它有各种风格和不同规模，费率也很低，这样你至少能获得指数的收益。迄今为止，管理指数型基金规模最大的两家公司是先锋和富达。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《客户的游艇在哪里》

【美国】小弗雷德·施维德（1901~1966）

俗语道："华尔街，一头是摇篮，另一头是坟墓。"

这句话很精辟，但并不完整。它忽略了中间的幼儿园，而那正是本书所要讨论的。

很长一段时间以来，我能从交易台这个有利角度观察这条街每天的运作。从这张台子上，我们可以见识到除日光仪外任何一种交流方式。通过错综复杂的网络，我们每天交换着报价单、订单、骗局、小花招、欺骗和谎言。前四者是经纪人日常业务所必需的，而谎言是另外一回事，并且从长期来看谎言也被证明是无利可图的。

本书的重点是研究谎言——一个像奔流不息的密西西比河一样经久不衰的东西。华尔街的股票经纪人能很熟练的完成他们工作中报价——小花招部分，有时甚至是极其出色的完成。随后，当他们心情好时他们会加入自己的"思想"，他们总感觉自己在做着很重要的工作。我们同样也不能忽视客户、立法者、媒体和公众自然而然说出的谎言。

——引自《客户的游艇在哪里》



在 2007 年伯克希尔股东大会上，一位来自旧金山的年轻人问巴菲特，要想成为一个好的投资者，最好的方法是什么？巴菲特的答案是阅读，在诸多投资类书籍中，他对《客户的游艇在哪里》一书极为推崇。在给伯克希尔·哈撒韦公司股东的年度信件中他曾盛赞《客户的游艇在哪里》为"这是以投资为主题的书中最好的一本，它睿智地阐释了关于投资主题的许多真知灼见。"

《客户的游艇在哪里》一书的作者小弗雷德·施维德是一位职业交易商，在 1929 年的大崩溃中损失惨重，但是他又凭借自己的经营头脑摆脱了困境。几年以后，他根据自己的经历写成了《客户的游艇在哪里》，以他在华尔街证券交易的经历为基础，通过敏锐的观察，以极具讽刺性的语言，揭露了股票交易的内幕，大部分股民的"游艇"——财富的象征——驶入了操纵股市大户们的港湾。这本书对世俗进行了无情的鞭笞，但语言风格却轻松活泼，谈论每件事情都调侃有加，它是一本三到四个小时就可读完的佳作，但令人惊叹不已的是，施维德的这本著作并不仅仅是华尔街闹剧集，其中还蕴涵着很多的投资智慧。该书虽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然出版于1940年，但历经70多年仍然受到很多专业人士的赞扬，被称为关于华尔街的最有趣、最深刻的讽刺性著作。





小费雷德·施维德的《客户的游艇在哪里》又译作《股票市场显相实录》，他写本书的灵感源自一个小故事：很久以前，一个乡下来的观光客去参观纽约金融区的景色。当一行人来到巴特利时，向导指着停泊在海港的豪华游艇说：“看，那就是银行家和证券经纪人的游艇。”“客户的游艇在哪里呢?”天真的观光客问道。

1927年，当施维德刚开始在华尔街工作时，就听说过这个故事，于是他把它加在自己第一版书的某一个地方，但该书的责任编辑杰克·古德曼先生却把它找出来并作为书名，当时施维德强烈的表示过反对，但没有任何效果。1940年，该书首次出版后，即引起了轰动。

《客户的游艇在哪里》这本书主要谈的是金融行业的事情，或者说是华尔街金融圈子的众生相。从书中读者可以了解到参与这个世界最具有影响力的金融发动机的各个零部件的运转情况，从银行家到经纪人，从交易员到推销员，了解他们在市场交易中的作用，还可以了解他们的行为规范。但值得注意的是，这种行为的规范是分为显性和隐性两种的。

作为希望通过进入金融证券领域而实现财富保值、增值的投资人，也就是“客户”来说，他们首先见到的肯定是这些显性的规则。因为这些规则告诉他们可以借助股票交易实现财富的快速增长，可以通过保证金交易实现“以小搏大”的梦想，可以通过期权交易获得额外的收益，可以接受股票经纪人的建议进行买进卖出，更可以依赖于图表分析派对于历史数据和走势的分析来“正确”的预测未来。可是，本书的作者，一个在这个市场上摸爬滚打多年的人，他眼中的是华尔街金融生态隐性的一面。保证金交易会在市场剧烈波动中让人血本无归，股票经纪人的建议实际证明错误的次数比正确的次数要多得多，图表分析依赖的基本原理是历史可以重复，但在现实中几乎是不存在完全复制的。这一切的一切只有一个结果：客户的钱在不断的交易中被消耗，而经纪人、交易员、推销员却因为成功发展了大量客户变得越来越富有，而鲜有客户能够真正在市场交易中实现财富的增值。

这本书不同于其他描写投资市场的著作，其显著特点是作者从不同的视角对这个市场中的同一事物进行深入浅出的分析。既让普通的投资者可以迅速了解这个行当的特点和规则，又可以让对这个市场有深刻了解的投资人在轻松的语言氛围中悟到市场中的另外一套规则——它们泾渭分明：显性的规则是为了说服客户不断地参与进这个市场，而隐性的规则是他们不断依靠客户赚取稳定的钱，去购买自己的“游艇”。无论是刚刚入市的新投资者还是已经在这个市场打拼多年的老投资者，相信都能从这本通俗易懂，语言诙谐的小册子中获得启示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一本真正有趣的投资书



大家都知道投资界良莠不齐，要找到一本真正有趣的投资书籍，真是难上加难，所幸《客户的游艇在哪里》倒是颇有趣的。

《客户的游艇在哪里》不仅浅显易读，同时也是一本深入探讨华尔街众多现象成因的书，施维德言之成理。其实，在股市虚构理论出现前，效率市场商人早已存在，施维德所要探讨的主题是预测股价未来发展的困难度。他发现专家的方法，跟业余投资人的方法一样无效，他在书中以当时的统计人员（即现今的分析师）做例子进行说明："当统计人员一旦出了名，让人觉得他所做的分析都很深入后，便可升格成为经济学家。曾有位经济学家，不论走到哪里都扛着好几个既大又重的皮箱，此举让他在金融界变得尽人皆知。由于名声响亮，他经常受邀参加许多研讨会，但他又不是那种强壮灵活型的人，所以办公室里的男孩们，还得帮他拖着这些厚重皮箱。有一次，我在电梯里碰到一位帮他拿皮箱的男孩，整个身子陷在皮箱堆里，活像一匹拖着货车的颓丧马。

我问他："那些是经济学家的皮箱吗？"

他无精打采地回答："嗯。"

我又说："听着，我有个主意。为什么不在皮箱的内侧拉链，贴上一张小纸条，这样你们就可以知道，他究竟有没有打开过皮箱。"

这位心情不好的男孩说："我们试过了，皮箱根本就没打开过。"

虽然施维德经常戳穿股市专家弥漫全身的万能气氛，但他没有声明自己有比较优越的投资能力。事实上，他常指出自己并没有投资能力。他买进、持有、然后卖出股票，经过一段长时间后，他了解到自己太早把股票卖掉。

在《客户的游艇在哪里》初版中，施维德曾语带轻蔑地谈论投资信托，不过在15年后再版的作者序中，他指出自己曾买过一只股票，股价上涨至两倍时就卖掉，还期望该股价跌到比较合理的价格时再买进，可是股价不断攀升，从未跌到期望买进的价格。

对投资新手来说，你可能认为这种说法一点助益也没有，反正最后总有人会获利。其实，在多头市场中，长期来说我们大多都能从中获利，精算师告诉我们，每个人都可以预期获得3%的年投资报酬率，不过这个数字真让人不满意，而这或许也是大家急着寻找其他更好的投资方法的原因。

为了有更好的投资报酬率，你必须承担更高的风险，其中，风险最高的投资工具就是衍生性金融工具。整个世纪以来，现阶段可说是衍生性金融工具令人最为无法理解的时刻，不过施维德评论说："衍生性金融工具就像纸牌游戏一样，虽不深奥，却颇为复杂。"说得对极了！时下的衍生性金融工具奇才，都是些替金融机构工作的年轻人，他们保证说，衍生性金融工具之所以存在就是要避险，不过像搞垮著名的英国巴林银行的这类灾难性的损失，也是衍生性金融工具惹的祸。施维德适当地定义衍生性金融工具的基本问题："是投资人投资衍生性金融工具时所支付的保险价格（避险价格），与所得到的保护成比例吗？"施维德继续提到买卖选择权，他还指出这个问题是无法由数学公式解出答案的。不过，许多当今的衍生性金融工具交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

易员不认同施维德的这个论点。

若说投资心理学从未改变过，真是一点都没错，只是全球经济出现异常的成长，投资活动变得越加复杂罢了。人性并没有改变，你若能稍微了解人性，就可以在市场上长久生存。一般来说，投资散户无法整天研究股市，因此得雇专家来做这件事。假设找到一位诚实的顾问，就可以安心地交给他投资；但不幸的是，施维德指出他自己都不知道“安心”所指为何。

施维德认为“最大的投资错误，是试图寻求过高的报酬率而带来悲剧性的后果”。这种事情有可能发生。他也在书中继续提到，那些坚持安全投资原则的专家、顾问，因为过于注重低投资风险，让报酬率降到几乎为零，投资人不但没赚钱还得自掏腰包付费给他们。

投资界最讽刺的事情之一是，一心想要投资安全保障，最后却落得亏损收场。我们从投资顾问的观点来考虑这项问题：如果你是专家，你的客户好像是股价下跌时会控告你的那种人，那么你究竟该怎么处理他们的资金呢？最可能的方式就是购买债券，不过，就算有些债券跟股价指数有关，投资报酬率还是不可能太好。

这是一本读来不费功夫的书，但这样的写作风格也掩盖了本书的深奥。读者或许会因为语句流畅易懂、风格讨喜，而误以为这是本肤浅的著作。但请注意，读起来有趣的书未必就是没有实质内涵。施维德在书中提到相当多的基本论点，就我的观点来看，他所说的都没有错。《客户的游艇在哪里》提供相当实用的股市实战智慧，对那些以投资为生的人来说，值得一读再读。（里奥·高夫）



一个以儿童读物起家的职业交易商



小弗雷德·施维德的父亲是一位在20世纪20年代的牛市中破产的卖空交易商。施维德成年后的大部分时光都在康州的罗维顿度过，他称罗维顿为“南诺沃克的雅典”。施维德曾先后就读于劳伦斯威尔大学和普林斯顿大学，但已经读到大学四年级的他因为晚上六点在宿舍里容留女生被普林斯顿大学退学，曾是《纽约时报》和《华尔街日报》的记者，1927年转行到一家券商任职，之后的10年间一直在华尔街谋生。在1929年的大崩溃中，小弗雷德·施维德损失惨重，基本上一无所有了。几年以后，施维德写的儿童读物《小男孩沃奇》成为当时的畅销书，于是他进一步根据自己的经历写成了《客户的游艇在哪里》。

施维德的著作通常都能以幽默、轻松、简单的语言描绘出投资行业的疯狂本性。比如人们普遍认为有人可以告诉自己怎样能快速致富，以小搏大。通过自己在投资业的所见所闻，弗雷德·施维德觉得这种想法是十分可笑的。他认为，很多人都觉得投资和投机是两码事，小心谨慎者被告诫要择其一而行。这就好像是对困惑的青少年解释，爱情和激情是两回事，尽管如此，他们还是无法分清两者的差异，问题仍未解决。施维德还经常如同一个哲学家一样提醒投资者：“别被迅速致富冲昏头，我们真正该关切的是一些‘真实’的事物，包括家庭、亲人、好友和珍贵美好的时光，这些都比投资获利更重要。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

施维德平时喜欢打高尔夫球，为人乐观。1960年他曾经写在一件防尘夹克上的自画像作为他的讣告登在《纽约时报》上："以前有182磅；二战前的照片中是棕色的卷发；我的一切都归功于我的母亲，小部分得益于其他人；当有人会讲有趣而不低俗的笑话，并且不致笑岔气时，喜欢有趣不低俗的笑话。"



第一章 引言："一个小诗人的轻咳"



我甚至能回忆起1927年初我第一天在华尔街工作时所听到种种愚蠢的事情。在当时或之后的很长时间，我并没有刻意留意这些事。这也许是因为我被完整的人文教育体系尤其是19世纪的罗曼蒂克诗歌培养成了专业人士（正如许多其他人一样）。但我并不认为接受商科教育那些男孩子们比我们这些文科男生能更早地从美梦中清醒过来。

在上班的第一天，他们让我自己四处转转，熟悉一下环境。我看到一位绅士在11点买进了200股股票，在2点半的时候卖掉了，然后很高兴地在我面前数他赚的钱——足足有560美元。很自然，我睁圆了眼睛就那么站着看着这一切，心里有莫名的兴奋。休市后，我小心翼翼地问办公室的学究们：那个客户赚的钱是从哪来的？是不是别人赔的？他们都不假思索地给了我答案，但没有一个是正确的。一个头发花白的长者简洁、和蔼地告诉我：客户赚的这些钱是"空方"损失的。一个年轻人告诉我这很愚蠢（确实是），没有人赔钱，这是伴随着美国经济繁荣的自然增长（就在我的眼皮子底下，它就至少增长了560美元）。第三个人很自信地说：他赚钱仅仅是因为他跟上了"明显表露出来的趋势"。第四个人用他修剪得很好的指甲点着我的胸脯强调说："年轻人，牛（市）可以赚钱，熊（市）可以赚钱，但猪什么都赚不着！"

这最后一句话虽然语出惊人并发人深省，但即使当时看来也和我的问题没多大联系。后来我又花了一段时间才发现它根本就是错的。从此以后我经常听到这句话，它就像唱给客户的水手歌，鼓励客户们进入和退出这个市场，只是比水手歌还更欢快些。

上述这些言论简单地说明了金融的思维方式。他们可以被称为"会议室经济学"。统计部门的经济学要深刻或复杂得多，它不是在这本书中我要向读者们介绍的。原因是即使我懂我也不愿讨论经济学的深奥性，更何况我也不懂。

对待我不可能搞懂的问题我的方法是忽略他们，尽管这不是财经类作家通常使用的方法。

请注意如果有人要我给国民财富下个定义，或建议一下怎样获得它，或说明一下它和我们现有黄金存储量的关系，我也可以像其他人一样夸夸其谈。但这些都是二手资讯，并不是我自己的观点。尽管我自己并非一个深刻的思想家，但我和成百上千的这种人吃过饭。全国洗衣店协会的权威数据表明，所有学派的经济学家都在桌布上进行大量演算以找到促进经济增长的方法。这种救赎有时是为了国家，有时是为了我自己。

关于华尔街的书籍可以分为两类，分别是赞赏派或"我的天!"派和报复派或"把坏蛋赶出去"派。不用说，前者是早期写的，而后者是晚期写的，分界线大约是在1929年10月。这两个学派都没有进行检验，而那些所谓的高贵的职业——深刻的思考——仍然只不过是猜测。这本书尽量避免被划入任何一种学派。我对任何经济理论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

都不感冒，既不倾向于莫斯科学派也不倾向于利率理论。

你可能会觉得本书缺乏数据基础，没有一句话是这样开头的："值得关注的是，权威机构指出在1938年的第一季度，来自股利或租金的收入达218350626.55美元，占四人或以上人数家庭（至少有一名是工资收入者）总收入的8.25%。"或诸如此类的话。

我们不能说数据会说谎，但财经文章中的数据通常都有这样的坏毛病——强调小部分事实而忽视其余的大部分。经典的例子是几年前你做超保险投资而购买的股票，当时经纪人向你推销说这个股票的分红可达50多倍。尔后你发现你的分红只有五倍甚至一倍。显然数据和经纪人都忘了指出那些巨大的债务优先于你的股票。

当然，无论情况多么复杂，如果我们可以确保掌握了所有的数据和脚注（这些脚注通常或多或少地降低了大部分数据的有效性），我们肯定可以得出一些结论，即便我们只是门外汉。

我鼓足了勇气照着华尔街人和事的本来面目来叙述。我们已经掌握了上述两个学派的描述。而股票交易所的主席、大银行和企业的发言人、新交易商、旧交易商、证券交易委员会、来自象牙塔中深思熟虑的激进文章和来自哥伦布广场和联合广场的肥皂箱上非正式但充满激情的叫喊给了我们更多。说他们并不全对一点也不奇怪。但如果他们中没有一个是正确的就很令人惊诧了。最合理的解释是他们中的一些人并不知道自己在说什么；而那些知道的人不讲他们所知道的，或不允许他们相信自己所知道的。用职业摔跤手的话说就是他们和我们不是同一级别的，无论是左派还是右派。

金融预言的有效性

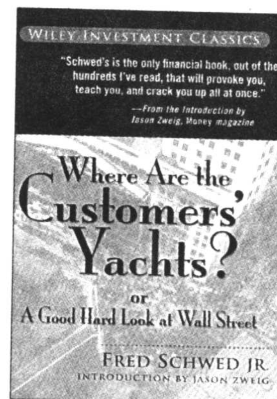
从理论上来说我们所关注的是一个很简单的问题，但它的含义却比任何参议院的调查还可怕。它关系到华尔街整个的运作——预测价格走向。关于这些预测我们得问：

1. 他们非常准确吗？
2. 他们有点儿准确吗？
3. 他们一点也不准确吗？
4. 和报纸上的天气预报相比他的准确性如何？
5. 和赛马的内幕相比他的准确性如何？

回答这些问题的最好方法是搭乘地铁来到市中心（所有的地铁都到华尔街说明它确实是一个十分重要的地方）。我们出现在这个举世闻名的最深、最陡峭的峡谷中，经过一系列永不停歇的旋转门，登上急速上升的电梯，几秒钟后我们就可以俯瞰华尔街，并开始我们第一次金融预测。

在一个舒适的大房子里，那些引人入胜的符号和数字在大屏幕上闪动，年轻的执行助理约瑟夫·维森海默说："看来午饭后会有轻微的反弹。"他只读过两年高中，此刻正靠着报价器，嚼着口香糖，看起来很精明。他正在向周围敏感得像妙龄少女一样的顾客面授机宜，很少有人对他提出异议。当决定命运的时刻到来时（午饭结束时），市场肯定不是上涨就是下跌，要不就是不变。

我们现在离开这个舒适的大房子，进入一间更像教堂的套房。我们历经重重困难通过前台、漂亮的秘书和看起来书卷气很浓的年轻助理，直到到达雨果·比克的亮



《客户的游艇在哪里》英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

光闪闪的桃木大桌前。这里我们期待比克先生给我们第二个金融预测，并且它会立即通过各种网络散播出去。让我们直接跳到他的结论部分：

……很明显在未来的十五年中，有远见的投资者将更中意那些低利率但兑换性强的金融产品，从而使传统的投资形式相形见绌。

现在问题是：这两种预测中哪一个更愚蠢？你可能想其中一个是对的，毕竟他们（或相似的言论）都促成了上千万的证券交易。

可能你会认为预测二更可笑，因为它听起来如此。

我却并不这样认为，年轻的乔伊不认识这么多词，但他声称他说的和比克先生一样含义丰富。比克先生在哈佛大学同时修了商科和英国文学，这使他的言论显得可笑。鉴于二者的言论都缺乏事实基础，我宣布其功劳是相等的。

现在必须说明他们两个都不是骗子或者假冒者。

如果你问乔伊为什么午饭后会有反弹，他必定言之凿凿。他会说他观察到下降趋势在减缓，股价一直在略高于上次低点的位置徘徊并且“它们”（无论“它们”是谁）开始蓄势待发。“但不会反弹太多，”他会补充，证明他并不是像旧式银行家那样的盲目乐观者，“他们并不想让市场失控”。

很奇妙的是，这种行话不仅仅在纽约的股票交易所里流行，在全国都很吃香，就好像有人发明了世界语却只是为了不说话一样。

如果你向比克先生咨询他对未来 15 年股市走向的看法，他会滔滔不绝地讲，直到你后悔问了这个问题。他理应知道的更多。如果他能从他工作中稍稍抬一下头审视一下它的发展历程，他将不得不沮丧地承认很少有金融学家能预测未来两年（比 15 年少得多）的股市走向，并且很多人还会在更短的时间内栽跟头。

和我们另一位朋友一样，他并不是一个骗子。我想我可以给出解释，因为我不仅和经济学家一起吃饭，还和心理学家有往来。据说那些心智不成熟的人更容易相信那些希望是真实的事情。在本例中，如果在华尔街的交易所大厅里说金融市场的未来是不可预测的恐怕不会受欢迎。但我们希望孩子应该尽快成长，去面对往往与美好愿望相反的严酷现实。

然而这对于大部分罗曼蒂克的华尔街人（无论是坏蛋还是慈善家）来说要求太高了，否则他们也不会选择这样一个充满梦想的职业。他们一直为自己或顾客做着关于征服、出奇制胜和权力的美梦。

假以时日，有些华尔街人会放弃这些梦想。但他们从不放弃最终的梦想：在金融业的兴衰中包含一个蕴含丰富的可预测的秘密——通过仔细研究这个秘密可以证明些什么；它可以告诉初学者什么时候有反弹或给投机者大赚一笔的机会，或者为几代人保证其不动产有 4%的收益。然而你自己的、身边人的经历，或那些愤世嫉俗的书中确凿的例子都证明所有这些都是不可预测的，只是这样对一个华尔街人来说太残酷了。

预言的热情

华尔街的起源是一颗悬铃木，买方和卖方以前在那里碰头。那棵树完美地起到了一个市场的作用，成了想做金融生意的人的必去之地，在那里，交易的步骤也逐渐固定并被大家熟知。但很快经纪人转向附近的咖啡馆碰头，并开始在金融交易中加入预测，接下来发生的事是这种预测几乎毁了这个行业。

轮盘赌的操盘手并不会说他知道哪些数字会跳出来，他只负责下注和防止欺诈——这是一个要求很高的工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

作。但在华尔街上无论是最老的合伙人还是最年轻的跑腿的都不满足于仅仅做一个操盘手。长久以来，这造成很多不幸，而人们不愿做操盘手，有人性和经济两方面的原因。

首先从人性角度看，顾客们都有一个不好的习惯——喜欢询问市场走势。假如有人有幸被你问一个很难的问题，他会给你一个非常详细的答案。很少有人会说："我不知道。"——这才是最难得到的回答。

普通人喜欢在早餐时给妻子和孩子讲下个月阿道夫·希特勒会做什么，这只是无伤大雅的虚荣罢了。但他很容易就此发展下去，开始跑到市中心去告诉人们下个月美国钢铁的走向，就会使人倾家荡产。

从经济角度讲，毋庸置疑，你的预测越多，你的业务量越大，从而你的佣金越高。但我们都知道根本不是这么运作的。我怀疑是否有华尔街人会坐下来对自己冷静地说："今天我将编造一个怎样的公鸡和牛的故事给他们讲呢?"当你在揣测别人的思想和内心时，不可能很精确，但以我多年的个人观察，一般的思维过程要简单得多。股票经纪人利用他对未来的预测来影响顾客，但他首先得说服自己。对他来说最坏的情况是他非常想说服自己，并且最后他勉强成功了。

跑腿的（那些在金融区跑来跑去传递证券和支票的年轻人——有时是年长者）对未来股市走向的意见一点也不比老合伙人少，尽管他们不能靠这个赚钱。他们在电梯里对电梯操作员滔滔不绝，像一个免费的投资顾问。这些预测者相信自己的预测，最好的证明就是他们按此行事来买卖股票。目前，证券交易委员会正在制定新的规章试图限制这种自杀式行为。

一个伟大、有远见的金融家死后，他的遗嘱执行人在保险箱后面发现成捆的最没希望升值的证券，这些证券的名字老早被人忘记了。尽管这些遗嘱执行人的资产还不如这些证券面值的十分之一，他们还是会惊奇地看着大捆的证券说："天啊，老家伙到底在想什么，留着这些垃圾有什么用?"

牛市何时结束

你们可能会发现，虽然我一直在说明金融预测的无效性，但我并没有举那个最著名的例子——发生在20年代末本世纪最大的误算，韦斯特布鲁克·派戈尔怎么说的来着——"极端荒唐的年代"。我回避它有两个原因。其一，那些十年前上当受骗的人很爱引用它，它已经被提及了成千上万次。

另外，这也不全是华尔街的错，它堪与历史上其他几个全民大蒙昧相比，比如地球是平的，或当一个人生病只要给他放点血就行了。

道上一直流传着在20年代末期有些精明的华尔街人已经意识到价格太高了。这种人肯定有，但也没给他们带来什么好处。有人听见安德鲁·梅隆先生咕叨着什么"绅士只买公债"，但我们并不清楚他这是事前的建议还是事后诸葛亮。罗格·贝森先生好几年前就预见到崩盘了，但和其他事一样，在他突然正确之前，他已经错了好几年。在这个行业中有很多熊——因循守旧的人，他们听不进别人的建议。他们中的许多人在这个阶段后期随大流变成了牛。那些在股价大跌时还处于空方的人过早的平仓了（谁又不是呢?）。当价格降到很低时他们赚取了利润并拿来买了股票（谁又不是呢?）。

假如他们买的不是时候，他们就加入了早期由投机者创办的"清洁工"这个秘密组织。"清洁工"是一个开放的组织，到1932年所有参加过投机活动的人都拿到了它的会员证。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三章　客户——难伺候的主

客户可被简单地称之为花钱的人。对股票经纪人来说没有客户是他的职业噩梦。首先他的佣金减少，难以维持日常开销。接下来的事情更惨，他将天天无所事事，最后对下双陆棋都失去兴趣了。于是他们开始用自己的钱而不是客户的来买卖股票，就像在社交淡季，沙龙主办者自斟自饮一样，并且其结果也一样。我认识几个即将开公司的合伙人，他们彼此发重誓绝不用自己的账户经营，但是每个人都有成为客户的强烈愿望，即便经纪人。如果他们是股票经纪人，也许可以抵制炒股的诱惑，但会让别人为他们进行奇妙的皮革和贵金属投机，而自己置身事外。我曾经听到证交所的会员对他的合伙人大加抱怨，他说："我们基本相安无事，但有一件事令我非常不满，就是每次我出去午餐时，都会有场外经纪人遛进来向亨利推销！"

客户类型

除了满怀希望的个人外，还有许多其他类型的客户，如储蓄银行、人寿保险公司，如果他们能成为你的客户那就再好不过了。这不仅因为他们的成交量大，而且你也无需催要保证金，因为这个可恶的旧政府不会允许他们成为真正的投资者。还有许多其他类型的公司可以成为好客户，尤其是投资信托公司和火险公司。

巨额遗产继承人，甚至富婆也是令人满意的客户。富豪之家觉得最好给他们的儿孙设立家族基金，儿孙们可以每周从中支取 150 美元，就好比为他投资了 25 万美元。

但最好这个年轻人有点愤世嫉俗和懒散，而不是雄心勃勃。否则他可能一心想着要把他的资产翻倍，这反而会使他一无所有。好工作可以赚钱，但却不值得为之冒险。

客户中大部分是个人，最顶端是富人和兴旺的商人，底端是为数众多的满怀迫切希望的散户。他们没有银行存款和保险，却有炒股的不良嗜好，他持有 1000 美元的股票，为此他连本带息一共欠了 400 多美元。

最后这种情形几年前很普遍，直到政府采取措施严禁小账户的保证金买卖。我经常听到有人说这是一个自由的国家，为什么富人可以暴富而穷人不行？这是一个好的问题，但因为我不认同它，所以也不愿深入探讨。

怎样得到客户

正如我所说，得到富人作客户的最简单方法是生在这样的家庭。如果不行，华尔街的美少年只能娶一个了。据我所知只要追求她们即可，经过长时间的追求，她们无论是作为顾客还是新娘，都失去了魅力。

除此以外，可以用医生招揽病人、律师招揽当事人一样的神秘方式去得到客户。你可以四处招摇来展示自己的才能。比如打打桥牌，来表明你有驾驭复杂问题的能力并可从中赚钱。但奇怪的是，如果你去打高尔夫球的话效果更好，即便这只能证明你有一个强壮又灵活的背部。

不玩游戏的人只能用一幅显示智慧的金丝夹鼻眼镜来武装自己。所有人都会在聊天中略提自己的公司如何在股市大跌的两个星期前卖掉所有股票和股市大涨前他们已经开始建仓的逸闻。好像他们从华盛顿那里得到了内幕（我相信他们指的是华盛顿特区而非乔治·华盛顿总统）。

百老汇大街之所以行车缓慢是因为挤满了客户代表。在他们的回忆中，他们近十年都没有犯过一次错误。

1928 年我认识一个叫汤米的客户代表，他对赢得新客户颇有一手。那也许并不是个好方法，但却是他的方法，其中一点是把桌子放在离门最近的地方。每当有陌生人进来，汤米就让他助手上前去问有什么可以帮忙的，就好像守株待兔，但 1928 年这种方法是可行的。例如，一天一个手里拿着奇怪东西的年轻人一出现在门口，汤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

米立即靠过去。

"我能为您做些什么?"他礼貌地问。

"我约了一个人，他说可以在电话上按一个装置使谈话内容不被外人听到，并且会更卫生。"

"你说什么?"

"我约了一个人——"

"很抱歉，他刚出去吃午饭了，"汤米说，"不过你可以在这儿坐一会儿等他。"

这个年轻人感激地坐下。汤米最终卖给他200股阿纳塔克期权。一场短期、不盈利的合作就这样开始了。

保证金

美国人认为保证金交易是一个颇具吸引力的创新，就像他们买好房第一件事就是把它先抵押出去，即便自己还没有入住。其逻辑是他只需缴纳大概6%的抵押款，如果他不能用这么一大笔钱赚超过6%的钱的话他就没资格经商。这是另一个我不能也不愿深入讨论的问题。

这种逻辑极易延伸到保证金交易。我们觉得花费1000美元以每股10美元的价格买入100股联合铸币公司的股票是一项精明并有利可图的投资，因此，如果同样用1000美元能买200股不是更好吗?如果能找一个好的经纪人买上三四百股岂非更妙?

答案是否定的。但我只知道一种方法来证明它，让我们试试看吧。

试验时我们要用真金白银，"想象中的赌注"是不行的。就如同生活中任何一种丰富的情感一样，亏大钱的感觉绝非文字所能形容。艺术无法使一个小姑娘理解做一个妻子和母亲的感觉。无论是通过文字或图画有些事也无法跟一个处女解释的很清楚。在这儿我也无法形容出如果损失了大笔钱的感受。

保证金要求现在统一了，但以前很多顾客光顾不同的交易所希望可以用最少的钱买到最多的股票。当终于买到了"便宜货"，他们无需等待，马上就体验到了带上桎梏的感觉。正如伊迪·坎通先生几年前说的——"他们让我买这只股票养老，这太有效了，不到一个星期我就变成了老人!"

那些寻求低保证金要求的客户通常都是保守派，他们只想快速转手赚一点就行。同样他们也希望不要赔太多，只是这个想法要模糊的多。见好就收很容易做到，在损失很小的时候就收手却通常只是美好的愿望了。最后客户发现他不断地往里投钱，直到所剩无几。

我听过一个老经纪人对此事的描述："他们在中央车站上了20世纪有限公司的列车，他们只想乘车去125大街看望祖母。但首先他们应该弄明白的是他们正在以70英里/小时的速度驰骋在印第安纳州的福特维尼。"

堤坝决堤后怎么办

如果一个客户收到补交保证金通知，他有很多种选择，但没有一种是合适的。也许最好的方法是运用本能，给他的经纪人打个电话让他顺着绳子爬上去，或用绳子想干什么就干什么，反正是不会再给他钱了。这除了能使你自己得到解脱外，还很有一些其他好处。经纪人会卖掉你的股票，然后寄给你剩下的零钱。这笔钱少得不值得存银行，或许你可以用它来做些真正有意义的事，比如给厨房的地板铺一块油布。如果你刚卖掉的股票又开始上涨了，你就不要再阅读金融版，眼不见为净。

第二个方法是搞到更多的钱（上帝才知道怎样搞，但你总会有办法的），然后再投进去。这就是著名的"手指堵堤漏"（不断加码补仓）方法。这很奇怪也很可怕，但出于某些原因即便在一个人饥饿时，他更容易凑到的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是补交保证金的1000美元，而不是买晚饭的钱。这种办法通常可行，但也是自杀的常用方法。

第三个方法非常普遍，即“把头埋在沙子中”的方法，适用于鸵鸟一样的客户。他们一旦从报纸上得知他们的股票跌了，他们尽量避免收到正式的通知。他们拒绝听电话，或不接电报，有些甚至躲到缅因州的树林里。他们这样做很有问题，其结果是经纪人像对待使用第一种方法的人一样卖掉他们的股票，只是卖得更迟了一些，这就意味着不只剩不下多少零钱，客户还欠了经纪人一小笔。

有时过了很久，鸵鸟客户会向法院起诉经纪人，说他从未收到补交保证金的通知。这时如果客户藏在缅因州的密林中他可能仍然得不到通知。在初级法院的陪审团面前，客户可以如愿以偿，因为陪审团对这类案子的通常理解是他们不喜欢经纪人。但如果案件涉及很多钱，经纪人上诉，不设陪审团的高级法院只能判客户败诉了。

我曾经认识一个英国文学教授，他经常收到收信人付邮费的补交保证金电报，他不仅要交保证金还要付电报费。我对如何应对补交保证金通知没什么高明的见解，但我知道至少你不应该付那电报费。

一些案件历史和对策

有些客户通常不能摆脱这种想法：这是一场经纪人和客户的竞赛，看看谁能赚到谁的钱。其中一些人到现在还觉得1929年他们损失的钱都跑到了经纪人的口袋里，即使听了长篇大论的解释，在私底下他们仍然这样认为。对他们来说那些花花绿绿的钞票就那样蒸发了是难以想象的。

当我回忆起1928年那个英勇的小客户时仍然深受感动。他正好赶上那年罕见的股市低迷期，欠下700美元的保证金。这意味着证券公司很乐意得到700美元，因为这样可以省下以后很多麻烦，并且还可以在股价下跌得更厉害之前支取400美元出来应急。客户激动地说：“好，好，不要注销我的账户！我会筹到钱的！”很快西部联盟邮递员送来了500美元和一张字条，上书其余的款项马上就到。中午时分另外100美元到账，一点半时又寄来了可怜的25元。三点当他们几乎忘了他时，他打电话了：“我不行了，”他绝望的说，就好像比利小子用光了最后一颗子弹。“我无力筹集剩余的75美元。我只有放弃了。”

当然也有聪明、富有得客户。1929年初他有750万美元，基本都是在前三年赚的。他的聪明之处在于：用150万来买自由债券并交给他妻子，他郑重其事地说：“亲爱的，这些债券现在是你的了，这足够我们后半辈子的开销。我会继续投机赚钱，但无论在任何场合下我向你要这些债券，都千万不要给我，因为那时我肯定已经疯了。”

六个月后为了捞回他确信只是暂时损失的600万美元，他需要一笔保证金。他去找他的妻子要钱但被拒绝了。最终他还是说服了她并要到了债券，但同样一去不回。

所有上述客户都被这样的心理问题折磨着：憎恶金钱，或“恐惧持有现金”。

金钱憎恶者总是尽可能多的买证券，当他们一旦卖出股票获利后马上迫不及待地购入其他股票。奇怪的是他们经常有着节俭的精神，即不把钱浪费在吃喝和及时行乐上。

假如他们打一晚上桥牌（每局0.25美元）输了17美元，就会垂头丧气地回家。但可能在同一天，股市的轻微下跌使他们损失500美元，他们却并不在意，因为他们心爱的股票还在。虽然不言自明的是，每当股市崩盘他们也随之崩溃。他们绝不能容忍账户上有钱，不论其时间多么短暂。万一股价上涨呢？他们除了一些用旧的脏钱将一无所有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第五章　卖空者——黑心的家伙

我看过一本小说，其中有一个既可恶又可恨的富翁。作者不仅介绍了他的种种恶行，还特别指出了他的第一笔财富的来历。他“在大恐慌时期卖空股票使自己富裕他起来，却把成千上万人推进了贫穷和破产的深渊”。

这段话清楚地表明了人们对卖空者模糊而普遍存在的愤怒之情。（这种愤怒只存在于恐慌时期及其后一段时期——在繁荣时期，卖空者得到的关注和卖官者一样。1929 年 10 月以前，除了他们的家人以外没人反对卖空者，因为他们的家人不想破产。）

虽然这种普遍存在的感觉很模糊，它的两个含义却很清楚。第一，熊市攻击者与高利贷者去或偷珠宝的人有些相似——只要你愿意做不道德的事，致富是很容易的。第二，它能给全社会造成伤害。

在分析这两种观点之前，我必须先说明人们把一般性灾难对象化的古老倾向。当“成千上万人陷入贫穷和破产的深渊”时，只有那些有思想的人会问：“我们怎么了?”流行的喊声是“谁让我们遇上了这种事?”随之而来的是——“让我来抓住他!”公众的反应就像一群拿着绳子的愤怒的暴徒一样。他们的做法与古时候迷信的水手寻找划过天际的灾星或古撒冷城辛开会决定是谁让母牛死去时的做法如出一辙。

受伤害的人无法抓住不合理的信用膨胀或万有引力定律，于是他们更满足于让（例如）财富的完美代表 J·P. 摩根先生到华盛顿接受调查，由一些比较卑鄙的人提出很多他无法圆满回答的问题。

然而，摩根先生和大银行家们并不是完美的替罪羊：毕竟，要想把他们的不智或犯罪活动与我们自己的苦难联系起来是很不容易的。他们或许使美国的信用出现了混乱（每个人都知道它的含义，即使他不能对此进行解释），或许他们还做过更糟糕也更难以理解的事。

然而，我们自己的苦难是十分清楚的：我们用保证金账户买进几百股广播公司的股票，可是保证金却不见了。我们最初从连襟那里听到一个小道消息，而他又是从一个在野餐会上认识的大人物那里听到的。后者虽然也是个大人物，但是与摩根先生比起来就大渺小了，而且他也从未见过摩根先生或其他“强盗大亨”们的面。

卖空者们又如何呢?我们现在已经快说到问题的本质了。就在我们满怀希望地、积极地买进股票并希望情况向好的方向发展时，这些残忍的家伙却在卖出，而且他们并不拥有自己要卖的股票!他们希望情况向坏的方向发展，他们认为价格将下跌并帮助它下跌。多么残忍!多么邪恶!多么玩世不恭!为什么这个社会对待他们比对待那些亲自烧毁自己投保的房子的人还要仁慈?

辩护的观点

我在叙述这些反对卖空者的观点时尽量保持了高涨的情绪，因为这是唯一合适的叙述方法。这些观点是 100%情绪化的。

老资格的华尔街人士总是滔滔不绝地介绍卖空者的经济（甚至社会）功能，从而达到为后者辩护的效果。根据他们的说法，卖空者的出现使市场更狭窄、更稳定，他“为剧烈下跌的冲击加上了缓冲垫”；他听起来像是一个为穷人送去糖果的好心的妇人；他是熊，为了更好的生活而努力工作，与此同时他还帮助牛（他们的比例是 100:1，而且也是他的对手）过上了好日子。这是遇事过分乐观的人的典型观点，也是经纪人公司中普遍的话题。

毫无疑问，熊的确为市场变得“更狭窄”做出了贡献。（买卖双方在狭窄的市场中的交易价格很为接近。听华尔街人士讲过以后，人们很可能会认为狭窄的市场是人类最珍贵的幸事之一。）要证明熊使市场变狭窄的程度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有多大是比较困难的，因为他很少进入一个不狭窄或不活跃的市场。在宽敞的市场上卖空要承担损失的风险，而且如果你这样做，很可能会像孩子们说的那样“洗个可怕的澡”。在下跌期间，卖空势力的出现肯定会在一定程度上“缓冲压力”，但是这并不足以称之为人类基本福利的一个因素。

贾斯蒂斯·霍姆斯先生曾以哲人的语气这样为卖空行为辩护：“……当然，现代市场中的合约并不局限于即时情结的销售活动。人们努力地预测未来，并根据自己的预测签订合约。有能力的人进行的这种投机活动是社会根据可能性做出的自我调整……”这些话说的是谷物卖空行为而不是股票卖空行为，此处引用它更重要的是因为它的雄辩性而不是它的相关性。

另一种辩护

纽约股票交易所多年来一直在为其中的空方势力仔细地编制图表，它能表明卖空者每周（无论情况好坏）卖出了多少、平仓了多少。作者在分析过这些数据（每个人都能得到它们）之后发现了以下这些并不让人激动的事实，然而这些事实反过来却成了卖空者真正需要的辩护之辞。

首先也是最重要的一点是他们的影响力很小，这本身是一个很好的辩护却难以让卖空者接受。由于许多技术方面的原因，他们在市场中所占的精确比例无法得到公正的评价，但是这个比例很小。我要说的是，他们的影响力（无论好坏）正如水滴落入桶中一样是微不足道的。

这应该不是一个惊人的消息。名副其实的卖空者来自于一个人数很少的阶层——职业交易者，而且其中只有少数人能成为熊。这个职业虽然并不是罪恶的，却也真的有些残忍和不正常。卖空一种股票首先必须克服一些复杂的心理因素的影响。

客户偶尔也会受到引诱从事卖空活动。但是只要完成了卖空指令，他就立即变得非常可怜，直到再买回股票为止，最终森利与否并不重要。由于某种微妙的原因，他一想到自己欠别人一些自己还不拥有的股票就感到无法忍受。当然，他很习惯于欠别人一些自己还不拥有的钱，相比之下，这种情况对他根本没有影响。当他很随便地从经纪人手中借钱买股票时，即使股票跌 5 点他也会比较钱定；但是在卖空股票，只要股票上涨 3/4 点他就立即绝望了，因为他认为股票可能上涨到 1000 点，虽然几乎没有股票达到过这种高度。而当他买进股票时，却从不考虑它可能降至 0 点，虽然有许多股票最终都实现了这个数值。

除此之处，他在卖空时还有一种莫名的不安全感：或许他会被警察抓起来。我认为这种感觉来源于一个经典的二行诗：

卖出不属于自己的东西的人

如果不把它买回来就要去坐牢

这首打油诗既不特别出色也不特别正确，却在丹尼尔·德鲁大叔的年代一直流传下来，任何听过它的投机者都无法再忘掉了。现在应该有一些诗人站出来，从另一个方而提出警告。那么下面这首诗怎么样？

买进股票却无力支付的人

绝不是可以高呼“万岁”的人

它很押韵，也很正确，但是一首可怕的打油诗是不会受到欢迎的。

熊市是否存在有何不同

市场不会剧烈下跌或许是反对卖空行为的人的主要理想，可是要实现这个理想却像从生活中免除大灾难一样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

值得怀疑。我们可以表明，取消卖空行为并不能防止这些灾难出现。这是历史的经验，你只需看看在卖空行为受到禁止、不可能出现、受到限制或得到允许时的市场的情况就会明白了。如下所示：

1. 独裁主义总是迫不及待地禁止卖空行为，因为不允许存在职业的悲观主义看是他们的绝对原则。无论读者对极权主义哲学怎么看，我都不相信他会对他们的证券市场条件感到忌妒。

2. 房地产是一个巨大的投资媒介，但是其中从未有过任何卖空行为，因为不可能现在借来房地产到未来还清。那么投机性的房地产市场的稳定性怎么样呢？它的价格经常上涨，当这种运动结束以后，又开始下降。实际上更形象的说法是，房地产繁荣之后的价格根本不是“下降”，而似乎是蒸发掉了。

小麦、黄铜或胡椒这些商品可卖空，习惯上也是如此。在繁荣之后，它们的价格也会产重下跌。

这两种下跌之间无法用统计资料进行可靠的对比，但是我通过观察发现投机性房地产市场的下跌比商品市场的下跌更加无序。

3. 与这个问题有关的每一件事几乎都在纽约股票交易所的大厅里受到了全面的检查。卖空者在 1933 年以前可以随意行动，我们在那种体制下经历过鲁莽的繁荣和自杀性的恐慌，此外还有那些令人乏味的时期。

从那以后，卖空者的活动受到了巨大的限制，以至于那些单身的姑妈们也无法再报怨他们的罪恶了。随后出现的情况与以前并没有什么区别，只不过乏味的紧张状态更加明显而已。而后者似乎也并没有为我国经济做出什么有益的贡献。

4. 我们在任何时候都可以把含有卖空行为的股票运动和不含有卖空行为的股票运动进行对比。在两种情况下都要选择一个公司历史业绩出色的股票。不活跃的上市股票根本无法引起卖空者的兴趣，许多在“场外市场”交易的重要证券也是如此。

万一市场普遍下跌，情况会怎样呢？让我们把含有卖空行为的，交易活跃的著名股票称为特拉华美国流行股票（交易大厅里的孩子们亲昵地称之为“流行股票”），把另一种等级相当却很少有交易活动的股票称为音乐联合会股票。没有人敢卖空后者的 100 股股票，因为可能一周内都不会出现一位卖主（也没有买主）。两种股票的报价都是 75。这就是说，流行股票的实际交易价格就是 75;而音乐联合会股票以 75 的价格进行的最近一次交易发生在前天，它现在的报价是 75~80（前者是买方要求的价格，后者是卖方要求的价格）。

现在出现了市场的普遍下跌，其原因只有在暴风雨过后才能看得清楚。无论如何，报价器已经像可怕的长臂猿一样震动了。流行股票迅速下跌，留下一条光滑的轨迹；在价格达到 70 以下时出现了一次小反弹，几乎每次报价都以 1/8 的价差上升。它的麻烦的伙伴音乐联合会股票却很镇静，仍然保持在 75~80 的价位上。

经过 1 小时的间歇之后，下跌的狂潮开始了，市场也“从床上掉了下来”。流行股票继续以递减的规模演奏着自己的装饰音，迅速跌破了 70 大关；它甚至来不及停下来对惊慌失措的旁观者们挥挥手，就一直滑到了低音部。这个灾难的消息最后传到了市郊的俱乐部，一些音乐联合会股票的持有者认为此时卖出股票较好，然而他们得到的报价有些问题：60~75。由于他们不想以 60 的价格卖出股票，音乐联合会股票仍然没有出现实际的变化，除了这个已经改变的不令人满意的报价。

经过两三个星期，当灾难停止、市场平稳以后，你很可能会发现两种股票的报价都悄悄降到了 55。此时我们很同情音乐联合会股票的持有者，因为他们几乎没有机会卖出股票。然而，另一种情况也同样可能出现，即下跌运动仅持续了三天，三周之后两种股票的报价又悄悄地回到了 75。此时我们同情的对象又变成了众多的流行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票以前的持有者们。他们在三天时间里像被蛇弄得眩晕的鸟一样惊慌失措地看着报价 1/8、1/4 地下跌，当价格达到 64.75，他们一面从苍白的嘴唇里说着恶毒的话，一面又利用流行股票著名的流动性把它全部卖了出去。

熊市袭击行为

我故意把熊市袭击的可怕问题放到最后讨论。在讨论任何公众反对的卖空行为时，每个人都会认为熊市袭击行为超出了人类活动的合理范围；至于他们众口一词的指责是否都发自内心，我就不得而知了。

熊市袭击行为是对价格进行更加残酷的折磨，在价格已经被实际的经济灾难严重扭曲时进行卖空。这种袭击就是落井下石。

袭击者的其他行动更具一些技术性特征，也不那么引人注目。其中之一就是努力把其中股票的价格压低几点，希望能挤出某些“停止损失”的指令。如果能达到目的，这种股票价格还会降低（至少短期内如此），从而为袭击者带来获利的机会，即使没有“停止损失”的指令出现，价格的下跌也通常会使一些持有者感到害怕并卖出股票。这至少可以算是袭击者的假说。

另一种代价更高的行动也能带来更大的利润，即促使价格降低到可以发出保证金账户清算通知的程度。由于许多通知是得不到答复的，因此在经过 24 小时以后，股价应该出现另一次剧烈下跌。这个现象通常极为明显，以至于袭击者的这个观点或许可以被称为“理论”了。

目前人们普遍对这些行为大加指责，没有人愿意为其求情，正如没有人敢为盗墓者说好话一样。然而我想披上防弹衣谈谈以下几点：

首先，我们不应该忘记，无论你对它的道德怎么看，熊市袭击行为都不是一件容易事。从长期来看，它成功与失败的次数大体相等。有时他们在市场达到谷底时跳出来摘星星，结果这一小群悲观的歹徒立即陷入了毁灭之中。当然，国会不会去调查是谁使他们遭到这个命运，没有人为他们着想。如果你仍然认为这是挣钱的捷径，不妨带一大笔钱去试试看。如果你真发了大财，还不妨把利润分一半给穷人以减轻你的负担。

更重要的问题是：当袭击者们成功地把股价进一步压低时，受害的是谁？谁又因此赔钱？

答案是那些希望价格上涨而用保证金账户买进股票的人。他们的保证金消耗尽以后，经纪人可以把股票都卖掉，他们也是唯一的发出停止损失指令的人。他们希望得到很多利润，当然也应该知道自己可能承受很大的损失。袭击者在从事这个令人沮丧的事业时就明白了这一点。

借钱买股票的人没有权利把自己视作积极的社会慈善家。他也同样希望作个聪明的或幸运的人，或二者兼得。想用刀剑谋生的人如果死于刀剑之下，也没有什么好大惊小怪的。

我们又如何向那些因为卖空行为而受到损失的真正的投资者们交代呢？

我并不相信袭击者的任何行动会使投资者的股票受到伤害，而当袭击者结束活动的时候，市场会出现一个买主和一个卖主，因为他必须买回自己卖出的每一股股票。那么投资者先买后卖不是对自己最大的伤害吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《共同基金常识》



【美国】约翰·鲍格尔（1929~　）

作为投资者，首先必须考虑的是如何选择投资策略。投资就是为获得将来的收益而推迟当前消费的一种行为。而长期投资更是可以使投资者得到满意的回报。但是，人们往往会忘记长期投资的基本原则：持有管理良好的基金作为终身投资，以免投资那些投资组合经常改变、流动量极大的基金。

为了说明长期投资的优点，我从美国股票市场和债券市场中撷取了历史数据，考察各只股票和债券的风险和回报，它们各自的收益和股息以及由于市场对它们的收益和股息的评价差异而引起的市场波动。股票和债券的收益和分配从长期来看是稳定的、可信的。而市场的波动则是短期而又断断续续的。回顾这些历史数据，对理解什么是投资有重要意义。

在讨论如何进行有效的资产配置时，首先必须讨论风险和收益的问题，这是每一个明智的投资者在计划自己的长期投资时必须考虑的。在我认为，简单就是最好的投资策略。

——引自《共同基金常识》



指数基金的成功和迅猛发展，源于其自身的独特优势：更好的风险预算和控制工具、更低的管理费用和交易成本、易于对基金管理人进行评估、具有竞争力的收益表现。然而，指数化投资的成功并非一蹴而就。指数基金在美国推出后，经历了一段较长的时间才逐渐受到投资者的欢迎。先锋集团及其创始人约翰·鲍格尔对指数投资理念的大力推广，无疑对美国投资者的态度转变起了很大作用。

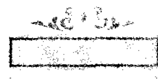
在美国，说起证券投资，就会提到共同基金，无论是资金规模、投资者参与程度，还是投资领域，共同基金都是证券市场的绝对主力。而说到共同基金，人们就会说到指数基金，说到指数基金的创立者约翰·鲍格尔。如果说格雷厄姆是上市公司股东运动的发起人，那么，约翰·博格尔就是捍卫基金投资者利益的先驱。巴菲特一向把指数基金作为上乘的投资选择，他曾经说过："鲍格尔以他的独一无二的投资理念在基金业中掀起了一场运动，最终使得美国的投资者得到了更好的服务。"

鲍格尔1997年被《金融服务领导者》杂志评为20世纪全球7位创新领导者之一。其名望不仅在于他所掌控的先锋集团管理了28个各种类型的指数基金，拥有1500亿美元的资产，是当然的业界领袖；更在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于他用自己的信念培育了指数基金，用毕生的努力将其信念付诸实践。1999 年他在《共同基金常识——投资者的新策略》一书中系统阐述了他的信念，批判性地审视了共同基金这一产业，明示我们如何投资，如何改变投资策略，化繁为简规避基金风险。该书可以说是投资者系统了解基金最好的参考书，一书受到了整个投资界的崇高评价，被认为是基金业的经典，华尔街的灵魂。正如晨星公司总裁唐·菲利普所说：“这不仅仅是鲍格尔最好的一本书，也可能是基金业最好的一本书。每一位基金投资者、基金高层或经理都应该读这本书。”





指数基金作为一种独特的投资理念和基金市场别具一格的投资品种，自 20 世纪 70 年代起源于美国后，在过去近 30 年的时间里在英、美获得了蓬勃发展，并且逐步蔓延至欧洲大陆和新兴资本市场。如同任何其他成功的商业模式，指数基金的胜利既有必然的一面，也有它偶然的成分。必然性在于其自身的合理性，偶然性则在于如果没有“第一个吃螃蟹者”——鲍格尔开创性的倡导，指数基金的胜利可能还是遥遥无期。诺贝尔经济学奖获得者保罗·萨缪尔森曾经说过：“巴菲特不可能告诉你如何成为巴菲特。而鲍格尔对他的投资原则的详尽描述，使我和上百万的投资者在 20 年后将令我们的邻居羡慕不已——而与此同时，我们在这充满着变数的 20 年中又能高枕无忧。”

在《共同基金常识》这本书中，鲍格尔以其远见卓识为全球拥有 1 万亿美元的共同基金业在新世纪的发展与变革制定了一个计划，并以其长期的管理实践和思想智慧总结了基金业应持之以恒的基本操作规则：长期的观念、投资的观念、成本的观念和尊重市场的观念。

鲍格尔写作《共同基金常识》这本书是想达到两个目标：首先帮助读者成为更成功的投资者；第二、为共同基金业的改变制定一个计划。由于在共同基金这个产业中和鲍格尔持相同观点的人只是少数的，也



约翰·鲍格尔基金投资五大原则

约翰·鲍格尔的忠告是，关于基金的种种信息，往往被那些看上去无所不知的人宣讲，但无论获得了什么信息，我们都必须牢记，自己处于一个不确定的金融环境中，我们应该依靠的是常识性的原则。

原则一：选择低成本基金

不同于基金投资者看重预期收益的普遍思维，约翰·鲍格尔把投资成本放到了第一位。对于控制基金投资成本，约翰·鲍格尔建议从两方面考虑：1、被动型基金（指数基金）优于主动型基金。指数基金采用的是跟踪某个标的指数的被动投资方式，研发费用低（只投资标的指数成分股，不必花费过多的资金去进行上市公司调研），交易费用少（跟踪指数走势，不像主动投资型基金那样频繁进出）。2、主动型基金中，低换手率的优于高换手率的。基金买卖过程的交易成本，实际上被掩盖了，但这些成本同样吞噬着投资者的收益。约翰·鲍格尔建议说，应该选择换手率较低的基金。“成本只有 40 个基点的基金，好比帆船比赛中对付每小时 20 海里的微风；有着 150 个基点费用的高成本基金，则无异于与每小时 130 海里的台风抗衡。”

原则二：认真考虑附加成本

很多投资者接触并决定购买基金，是通过媒体的介绍，或者是代销机构的推荐，这其中隐藏的附加成本，就是约翰·鲍格尔提醒投资者注意的问题。美国市场目前约有 3000 只没有销售佣金、无发行费用的基金，约翰·鲍格尔认为，对于那些具备一定分析能力的投资者，选择这种基金是个可行的方案。在基金品种选择正确的前提下，购买无发行费用的基金，就等于把成本占未来收益的比例下降到了最小。对于那些不具备独立决策能力，需要提供投资建议的普通投资者，约翰·鲍格尔建议关注那些优秀咨询机构的研究报告。

原则三：不要过高评价明星基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

许在行业的领导者中他是唯一的一个，所以鲍格尔选择用常识和理性来令他的观点得到公众接受。常识以及理性即是明智投资的要旨。他选择“共同基金常识”作为标题不仅是为了强调常识的重要性，而且因为“常识”是1776年一本著作的标题。作者托马斯·潘恩是费城人，他是美国的开国元勋之一。鲍格尔认为在共同基金业存在着的“不问情况就先接受”的可怕论断会很快平息。他希望通过时间和理性来转变这种观念，而常识最终将加速这种转变。投资者越快领悟投资的基础原理，他们就能更多地积累资本。因此，鲍格尔选择“聪明投资者的新策略”作为这本书的副标题来及时传递他的观念。

《共同基金常识》这本书分为五个不同的部分，前三部分致力于从投资者建立共同基金组合时最为关心的三个主要的方面，检验常识性的原理：投资策略、投资选择和投资业绩。第一部分“投资策略”，着重于长远的眼光、对股票和证券市场的投资回报本质的了解以及在投资者的投资组合中资产配置的重要性。这一部分中的每一章都得出这样一个结论：常识和简化是投资成功的关键。第二部分“投资选择”中也能得出相同的结论。在这部分中鲍格尔首先涉及指数基金，然后是怎样在股票基金和债券基金中作选择以及怎样在各种各样的投资类型中作选择，此外还涉及全球性投资问题，强调了全球性投资策略会有增加风险。第三部分“投资业绩”是一些在向现实提出挑战时保持头脑冷静的提示。这包括过去的基金回报和过去的金融市场回报，不管是高或低，它都会恢复到一个长期均值的趋势。鲍格尔还讨论了目前人们关注短期相对回报率（完全不考虑长期绝对回报率）的问题、令人吃惊的基金增长的反面影响，以及大多数基金公司对税收的漠不关心。第三部分总结了时间的重要性：时间增加了报酬，减少了风险，但也同时增大了投资成本的副作用。第四部分“基金管理”所讨论的问题正是以前章节中讨论的基金收益普遍不令人满意的主要原因。正如沃伦·巴菲特所言：“鲍格尔以他独一无二的投资理念在基金业掀起了一场运动……尤其是第四部分‘基金管理’，绝对精彩，我想那些证券管理委员会的人看了以后一定会惊叹不已！”在第五部分——“企业精神”中鲍格尔讨论了个人作为建立过一家具有独特结构的共同基金公司的领导者和企业家的经验。最后他以对那些在这个特殊环境中供职以及在这个特殊环境中受到服务的人的描述，作为本书的结

明星基金是基金公司力捧的招牌，也是最被投资者看中的因素之一，不过约翰·鲍格尔对此并不十分在意，“或许业绩记录在评价纯种马速度时有用——当然有时也会失效——但在估计资金管理者会如何运营时，却往往容易出现误导。”因为即使有人能够预见市场未来的绝对收益，也不可能预测出个别基金相对于市场的收益，至多是预测出指数型基金的收益。约翰·鲍格尔认为，很有可能预测准确的只有两种情况：一是高成本基金的业绩，通常劣于相应的市场指数；二是历史业绩显著优于市场指数收益的明星基金，会向市场平均值回归，甚至低于后者。

原则四：大的未必是好的

约翰·鲍格尔说，“太多的钱会损害投资效果。”原因一是规模提高了交易成本，而且规模越大，对所持有股票的价格影响也越大，这会在时间紧迫的交易中进一步加剧股票价格波动；二是为了保持基金的流动性和分散投资原则，大市值基金不得不以更小的集中度，持有更多数量的股票，而每一只持仓品种所能提供的收益也更小；三是相对于小市值的基金，大市值基金对于流动性要求更高，因此可以选择的股票品种更加有限。

原则五：不要持有太多基金

约翰·鲍格尔说，没有必要持有超4~5只的股票基金，因为过度分散投资的效果类似一只指数型基金，但由于股票基金的高成本，最终的收益很可能低于指数。分散持有不同风格的股票基金，也未必是个明智选择。约翰·鲍格尔认为，假设建立由大市值混合型和小市值成长型基金构成的基金组合，这个组合将具有比市场更显著的波动性，这种比市场指数更具风险的组合没有意义。单一持有大市值混合型基金的风险，比任何基金组合更低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尾。

对于基金公司的管理和运作，鲍格尔同样在书中提出了宝贵的经验和见解，并将基金行业人员的基本素质归结为“理性的常识”——要求有睿智、聪慧、健全的判断、清晰的洞察力以及有条不紊的思维。鲍格尔在怎样投资和如何理解资本市场的问题上的罕见智慧和才能，足以成为读者阅读此书的理由。他几乎凭借一己之力，把指数基金的概念从“鲍格尔的荒唐事”变成一种我们在课堂上都必须学习的常识，使我们能够成为更好的投资者。



一种常识



认真通读《共同基金常识》后，获益匪浅，感触良多。

正如书名所示，鲍格尔先生在书中特别强调的并非基金行业的深奥的专业知识和技术，而是一些最基本、最浅显不过的“常识”：长期的观念、投资的观念、成本的观念、尊重市场的观念。

长期的观念

鲍格尔先生讨论的投资期限，短则几年，长则几十年，甚至超过百年。他正是在这么长的期限内探讨证券市场的风险和收益问题。具体到个别的投资者，他所讨论的也是从二三十岁到退休、甚至到生命结束的几十年时间。他认为只有在相当长的时间内，才可以剔除由于投机引起的市场波动，揭示投资的真实的收益和风险。

投资的观念

鲍格尔先生强调了股票市场价格的长期上涨应当基于公司的业绩和利润率。正是由于有了公司的利润，然后才有投资者的投资收益。从长期的动态过程来看，由公司经营业绩决定的公司价值线是公司股票价格波动的趋势线，由于市场供求关系造成的价格波动迟早要向这个趋势线回归。市场供求关系通过诸如市盈率等指标影响股票价格的短期变动，使股票价格脱离公司的价值，而投机者看中的就是在股票价格的日常波动过程中的获利机会。

成本的观念

鲍格尔先生在本书中特别强调了基金投资中的成本问题：不要小看股票基金的每年费用只有 1 到 2 个百分点，但是它却占去了基金全年收益的 10%、20%，甚至更多！随着投资期限的延长，成本的累积效应比许多人想象的要大得多，可能会成为影响投资收益的第一大因素。

尊重市场的观念

以鲍格尔先生在基金业的经验、地位、影响力和所取得的成就，他不但没有轻言打败市场，还在《共同基金常识》中一再提醒读者应当满足于市场收益率，并且通过控制成本使得投资收益尽量接近市场收益的 100%。这些基本观念之间是相互联系的：长期的投资才最有可能获得与企业的长期经营业绩相对应的投资回报，才最有可能避免证券市场短期波动引起的额外风险。长期投资的风险与收益才最接近市场的风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和收益。满足于市场的收益与风险，就不要想方设法打败市场，就不要频繁交易和积极管理：消极的指数基金，低换手率和低成本，才是基金投资的明智选择。

我们都知道，长期的观念、投资的观念、成本的观念以及尊重市场的观念都是我们在投资活动中最基本、最浅显不过的“常识”。成本是任何经济活动都必须考虑的十分重要的因素，证券投资当然也必须考虑资金的成本和交易的成本。长期的观念、投资的观念以及尊重市场的观念更是我们在学投资学时就耳熟能详的基本概念和基本原则，也是我们在中国证券市场上经常听到的、不少人孜孜不倦的教导。

十多年前，我本人也是牢记着这些原则投身于证券投资活动的。这些年在不同的工作岗位上，我也试图从这些观念和原则出发来观察市场、理解市场、决定我面临的各项工作和业务。但是，市场的现实，特别是最近几年的中国证券市场的现实让我越来越困惑：股价居高不下的 ST、PT 上市公司，轻易击败市场的投资管理高手，高得出奇的交易成本，以及每年好几倍的换手率，等等。这些困惑的加深，以至于令人有时要怀疑这些原则本身。读了鲍格尔先生的《共同基金常识》一书，似乎又明白了，原则就是原则，自有它永恒不变的基础。我们不能以这些原则来理解和解释市场现实，是因为我们对于这些原则的认识不够深刻。

市场总是有理的。当市场的现实与我们熟知的一些原则不一致的时候，既然我们的理念赞同这些原则，那么我们就应当探讨这些原则之所以有效的前提条件和适用范围。我们是否可以这样来理解，这些原则最直接有效的市场是处于均衡状态的市场。当市场打破均衡，处于发展过程中的时候，这些原则可能就不会以最直接、最简单的形式得到表现，而要在市场发展的过程中来运用这些原则，需要结合市场发展过程，在深刻理解其本质的基础上恰如其分地把握，谨慎地运用这些原则。

我们的市场处在初期发展的阶段，作为“常识”的长期的观念、投资的观念、成本的观念和尊重市场的观念还很难在市场现实中得到直接地体现，但这并不等于这些“常识”对我国的证券市场是不适用的。我们对于这些“常识”的理解还很肤浅，还很初级，但从鲍格尔先生笔下出来的“常识”，可能就是积累数十年市场经验和思考而达成的否定之否定，是看似浅显常识的“大智”。我相信，哪怕是在一知半解的基础上对这些“常识”的尊重和身体力行，即使不能“增福”，至少可以“避祸”。

不合常识就不正常，这也是一种常识。中国证券市场也很难例外。（林义相）



一个极其严肃的投资专家

约翰·鲍格尔的《共同基金常识》这本书不像我看过的任何一本有关投资的书。因为他讨论了其他作者忽视的敏感问题。我一直在思索为什么这种问题在其他地方受到如此少的关注。我想原因是其他专家的视野没有鲍格尔宽广，或是他们没有更多地关注读者最感兴趣的问题。

人们常常忘记鲍格尔远远不止是一个极其严肃的投资专家，对于个人投资者应该怎样管理他们辛苦挣来的财富给予真诚建议。他首先而且最重要的是一个卓越的管理者。凭他自多年前开始创业时就具有的高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

超技能和正确决策，鲍格尔缔造了一个伟大的共同基金帝国。因此这本书的读者可以更加全面地了解共同基金世界的本质，以及共同基金业对人们手中的钱带来的影响。

尽管我们听到过无数对基金公司管理者的溢美之辞，但卖方和买方之间的利益冲突仍根深蒂固地存在于我们的经济系统中。约翰·鲍格尔的目标是在公司与顾客之间寻求利益的平衡，从而使公司能获得长远的发展。

这绝不是件容易的事。然而，鲍格尔为自己确立的这个艰巨而复杂的事业，使他得以用一种非常独特的眼光来看待竞争。这本书非常清楚地表明，他对所看到的十分担忧。

如果把经济系统作为整体，我们必须认为投资管理行业是在经济系统框架内的一门生意。投资管理这门生意是特别有利可图的。这样，这门生意也会同样充分反映资本的一条铁律，即资本一定会流到那些预期回报率最高的领域。

在过去的 10 年中，共同基金的数目从 1260 家猛增到 5810 家，基金经理人从 1260 人上升至 5810 人。另一方面，共同基金却还有另一条资本铁律，即当新竞争者被高回报率吸引而在这个行业投入资本，努力从原来占据市场的企业的手里夺取市场份额时，这一过程不可避免地会导致这一行业回报率的下降。约瑟夫·斯库摩伊特在其一句著名格言中，把这一过程比喻为“创造性的毁灭”。

它是我们经济系统的运行之所以非常成功，以及尽管我们的经济系统有许多明显的瑕疵，但仍继续被公众广泛接受的原因。

在共同基金领域里却从来未发生过这种事。管理者的增长速度远远超过其服务的顾客的增长速度。不管愿意不愿意，越来越多的人进入该领域，却并没有从任何方面减少所有这些人的利益。偶尔有投资管理者一开始就失败，或一家成立已久的公司因各种各样的原因而倒闭，但绝大多数的投资基金管理者正挣着其他行业只能看着妒忌的资本收益。

鲍格尔在怎样投资和如何理解资本市场的问题上的罕见智慧和才能，足以成为读者阅读此书的理由。但这本书传递的最重要的信息是个人投资者财富的积累是与管理那些资产的共同基金业合理架构分不开的。这本书最有价值之处在于，鲍格尔对于共同基金业的架构对个人投资者财富积累的影响的敏锐洞察力。阅读这本书不仅是有趣的，而且十分值得。（彼得·伯恩斯坦）



指数基金教父



约翰·鲍格尔于 1929 年 5 月 8 日出生在新泽西岛的蒙特克莱尔，从小就表现出对金融的浓厚兴趣。1963 年，还在大学读书的鲍格尔就和同伴进行股票交易，用以补贴学费。1969 ~ 1970 年鲍格尔担任投资公司学会的管理委员会的主席，1969 ~ 1974 年一直是该委员会的成员。1974 年，鲍格尔从普林斯顿大学毕业后断定并不存在能战胜市场指数的基金，开始推行以指数为基准进行投资的原则，同年成立了先锋指数基金。鲍格尔之所以把公司命名为先锋，是源于 18 世纪末海军史上的一次伟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大战役——纳尔逊海战。在那场经典之战中，英国郡主纳尔逊率领他的先锋号，一夜之间歼灭了当时意图征服世界的拿破仑的主力舰队。先锋集团发展初期尽管只有1100多万美元，但经过数十年的发展，先锋集团已成长为美国第二大基金管理公司，总部设在宾夕法尼亚州的麦尔温。先锋集团包括超过100个共享基金，基金总额达到60000亿美元。集团中最大的先锋500指数基金是由鲍格尔于1975年建立的，它是第一个指数共享基金。1997年以前鲍格尔一直担任该集团的主席，1999年之后担任董事会主席。

古代的一个阿拉伯头领，为了找到他梦寐以求的钻石矿，寻遍天涯海角，几乎耗尽所有家产，最终绝望而死。多年之后，后人在他遗留下的一块牧场里遛马，不经意间发现了一块黝黑的石头，仔细查看竟是一块钻石，并由此找到了数英亩的钻石矿。“所有这些钻石，其实就在这个阿拉伯头领自己家后院。”约翰·鲍格尔认为，基金管理人辛苦找寻的股市“钻石”，恰恰就是人所共知的市场指数。“我们拥有很多消息，它们代表知识吗？我表示怀疑。我们拥有很多消息，它们代表智慧吗？我更无法想象。”先锋基金从创立那天开始，就坚守鲍格尔提出的投资理念，即无限接近市场，投资于大企业，接近市场指数运作。

在鲍格尔的整个投资管理生涯中，他的两大“最简单”原则广为人知。第一条是指数和低成本基金的运作原则，即“利润等于总收益减去成本”。先锋基金控制成本的方法很简单，即扩大基金规模实现规模经济、改进内部技术、完善雇员奖励机制和保持客户忠诚度。个人大客户在公司平均投资长达20年，而行业平均数只有5年。

机构投资者如退休计划基金，一旦加入先锋，就不再选择离开。据统计，先锋指数基金的管理费用仅为0.25%，比一般股票基金的2.8%少许多，每年费用下降3亿美元已至极限。

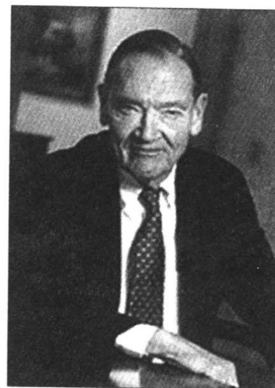
第二条原则更是简单，就是鲍格尔所倡导的“以员工为本”。他喜欢聘用有长远目光的人，认为员工的薪水不是成本，信奉“优秀的雇员 = 好的薪水 + 高效率”，构建一个稳定的利益共同体。

在先锋集团有这样的部门，从经理到小组成员迄今只有1位离开，原因是退休，有的员工已是公司20多年的元老级伙伴。

鲍格尔不但善于从实践中总结金融规则，而且从来不吝啬把经验与人共享。他的诸多有关投资方面的著作都极为畅销，颇受好评。

在1993年出版的《鲍格尔关于共同基金》一书中，他提出了建立一个成功的共同基金投资计划的常识性方法，而他的《共同基金常识》一书则被誉为“代表了华尔街上一个极需灵感的职业的顶极水平。不仅提高了投资者的收益，更是提升了基金界的整体水准。”

因为为民众制造了高利润的合理的指数投资方法，约翰·鲍格尔被誉为“投资行业的亨利·福特”。他开拓了其他投资者开始将投资投向美国的那些普通百姓的视野，并坚持与投资领域的其他竞争者进行抗争，以便使他的先进思想顺利地影响到整个市场。即使在他1999年从先锋集团退休后，他依然是这一行业里最强悍、最有持久力的批评家，一直为保障广大个人投资者的权利而斗争。



约翰·鲍格尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一章 长期投资



机遇与花园

投资就是对未来的一种信念。我们之所以把钱交给一家公司，是因为我们相信，或者至少我们希望他们能竭尽全力，使我们的投资得到高额回报。我们之所以购买美国的股票和债券，是因为我们相信美国经济会长期繁荣，而金融市场将永远健康发展。

我们投资一家共同基金，是因为我们相信基金经理们会像机敏的仆人一样看管我们的资产。我们也知道分散投资的重要性，因为它可以降低每一只股票本身固有的风险。

人们对投资的信心，往往在牛市时高涨，而在熊市时低落：但证券市场仍然健康地发展到现在。它经历了大萧条时期、两次世界大战、东欧社会主义的兴衰，以及一连串令人不安的变化：如许多公司的兴起和破产、通胀和通缩、消费品价格指数的波动、信息技术革命以及金融市场的全球化等等。近几年来，我们对投资的信心更足了，因为证券市场从 1982 年开始到现在几乎一直是牛市。当新千年来临之际，我们对投资的信心达到有史以来的最高点。

1.1 机遇·花园与长期投资

在未来，是不是会出现不可预见的经济危机，使经济产生严重的衰退，以至于彻底摧毁我们对投资的信心？有可能。风平浪静往往会使我们失去对风暴的警觉。在长长的金融投资历史中，不时地会出现乐观的投资者将金融资产的价格推高至一个非理性的高度，而他们则掉进投机的漩涡，不能自拔，最终遭到惨重的失败。投资是不确定的。但作为一个长期投资者，我们不能让这种可能性阻挡我们进入市场。因为没有风险，就没有收益。

……

经济的长期发展，反映了一系列经济变化的轨迹。在整个 20 世纪，我们的真实国民生产总值年均增长 3.5%。在被称为当代的二战之后半个世纪里，经济年平均增长速度为 2.9%。未来，我们仍然不可避免会经历衰退时期，但我们相信之后一定会迎来更长时期的经济增长。

同样，证券市场也经历了多彩的秋天、贫寒的冬天、充满活力的春天以及温暖的夏天的循环，但一直是循着上升的轨迹。我回顾了两个最重要的投资品种：债券和股票；长期收益和风险。从历史数据中，我们可以得到很多启示，而从这些启示中我们得到了成功的投资策略。这些历史数据也说明了一个结论：要投资成功，首先必须是一个长期投资者。从短期来看，股票市场和债券市场变幻莫测。但从长期收益和风险的比较看来，股票市场和债券市场的发展十分稳定，长期投资一定会取得成功。虽然从历史数据中得到的经验，不能保证在将来会继续获得成功。与长期投资相对的是短期投资。从金融媒体披露的许多事例和不少专业及个人投资者的实践中，我们可以看到，短期投资事实上十分危险。在目前的牛市中，大多数投资者跟从那些弥漫在我们金融市场中的短期行为。他们为了获得短期的暴利，在股市中频繁地进出，企图把握股市涨跌脉搏，结果只是获得了成堆的交易量。我们不能控制我们的投资回报，但一个长期投资计划，加上对未来的信心，再加上我们可以控制的部分：风险、成本和时间，一定会获得满意的收益。

1.5.3 埋下种子等待发芽

股票和债券的长期投资风险和回报的分析，为长期投资者提供了选择投资策略的常识。首先，长期投资者应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

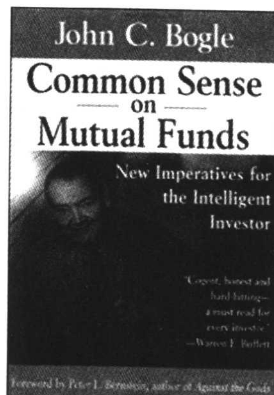
该对股票投资充满信心。自1502年以来，根据西格尔教授的观察，在任何一个投资时期，股票的收益率都高于债券，可以提供最好的投资增长机会，而且又不受通货膨胀的影响。西格尔教授提供的数据还表明，如果风险就是长期投资以后，得不到真实回报，那么债券的风险比股票大。如果你相信我们的经济从根本上来说是健康的，获取长期收益的最好办法就是现在就埋下种子等待发芽，也就是投资普通股票。当然，你也必须准备好寒冷的冬季有可能突如其来，而在那个季节债券的表现往往不错。

自1802年以来，美国200年的历史中，股票收益的波动大大高于债券。从短期来说，股票的风险比债券大。就是在更长一些的时间段里，股票也有可能表现比债券差。事实上，自我们的证券市场建立以来，在187个10年的时间段坦，债券在38个时间段里表现好过股票，大约占到整体的1/5。在172个25年的时间段里，债券在8个时间段里表现好过股票，仅占1/20。为了避免在短期内或更长一些时期，股票可能表现较差，从而导致投资收益的损失，长期投资者必须将债券包括在他们的投资组合中。其结果是投资组合成为一个平衡的投资计划，我们将在第二节里详述这些投资策略。选择一个适当比例的股票债券投资组合，然后持有这些投资组合，经历市场的起起伏伏，最后你不仅经受住了寒冷的冬季，而且还获得了非常丰厚的果实。

1.5.4 投资是有成本的

在这里显示的市场收益数据，虽然对制定一个长期投资策略非常有用，但它有一个十分突出的缺点，这些收益数据仅仅反映了不考虑投资成本的理论上的可能性。投资者实际得到的收益要比数据显示得小。在共同基金行业，投资成本的差别非常大。一个激进型的小型股票投资基金，总的费用，包括运行支出和交易成本，可能为3%。而一个市场指数基金，即一种仅仅购买并持有某一个指数的成分股的指数型基金，它的成本最小。因为它可以不承担顾问费和交易成本，只有很少的运行支出，成本仅占到总资本的0.2%，甚至更少。一般来说，一个投资普通股票的共同基金，由专业的投资顾问管理，买卖股票的目的是为了超出市场平均表现，每年需要承担的支出约为资产的1.5%（一般被称之为费用比率）。因此，保守地估计，投资组合的交易成本约为0.5%，总的费用将使每年的投资回报减少2.0%。

长期投资者在估算未来收益的时候，必须了解投资收益率会受到投资成本的影响。一般来说，投资成本对名义收益和真实收益的影响是相等的。但在持续通胀的情况下，真实收益受到的影响更大一些。这里我们给出了一个例子：假设一个股票市场的年名义收益率为10%，一个共同基金每年承担的费用大约是2%——仅仅是市场总体回报的1/5：现在我们再假设通胀率为3%，于是，这个市场的真实收益为7%，费用占据真实收益近1/3。接下来，投资者总是要支付税收的。不管公平与否，税额是以名义收益的一定比例征收的，而不是依据真实收益。如果我们假设对基金收入和基金收益分配的税收将减少基金2%至5%的税前收益，那么一个共同基金2%的成本在税后将占据市场总体平均收益率的四成。说得更明白一些，就是如果长期投资者支出最少，他在股票市场上可以有机会获得最大的真实收益。



《共同基金常识》
英文版封面

1.5.5 馅饼理论

现在让我们来讨论一下成本的真实效应。假设股票市场总体的名义收益率为11%，这个数字是1926年以后这个投资时期的一般收益率（这个数字没有计算通胀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

率的因素)。如果你把这个收益率看作一个圆形的平面——比如说是个馅饼——11%就是一个大馅饼，所有的市场参与者都可以分享。如果我们集合那些表现较好的投资者的收益，他们的收益一定会被那些表现较差的投资者的收益所抵消，而且数量正好相等。这就是剔除成本影响因素的所谓毛馅饼。也就是说，如果一个成功的投资者获得比市场平均水平高出——假设为2%的收益率——一定会被他的不成功的同行低于市场平均水平2%的收益率抵消。因此，如果有一部分人获得13%的收益率，另一部分就获得9%的收益率。

现在，我们假设所有市场参与者的投资成本为2%。11%的总体的馅饼被缩小成了9%的净馅饼，让市场参与者分享。非常简单，我们的那些成功者获得了11%的净收益（相当于市场的毛收益），而我们的失败者仅获得7%的净收益（比毛收益减少4%）。结果就是我们的成功者，在支付了交易费用后，仅仅获得了市场的平均收益，而失败者的收益则比市场平均收益少了4个百分点。我们可以看到，要获得市场平均收益是如此困难，阻碍成功的不利因素实在是很多。

用馅饼作比喻不算什么创举。事实上，它只需要很简单的几年级水平的算术式就可以理解：

市场毛收益 - 成本 = 市场净收益

这个三段式非常明显：

1. 所有的投资者拥有整个股票市场，因此活跃的投资者（作为一个整体）和消极的投资者——每时每刻拥有每只股票——他们的总体收益一定与股票市场的平均收益相等。

2. 活跃投资者作为一个整体，他们承担的管理费用和交易成本一定比消极的投资者承担的费用高。

3. 由于活跃的投资与消极的投资，共同获得同样的毛收益，因此消极投资者获得更高的净收益。证完。

如果金融市场从根本上来说的确是一个充满了不确定性的市场，那么上述说法是正确的。在这种理论的引导下应运而生了被动投资工具——一般被称之为非管理指数基金。所以，当我们欣赏那些诺贝尔经济学奖获得者和金融专家如萨缪尔逊、托宾、莫第格里阿尼、夏普、马柯维茨和米勒为我们贡献的许多有关有效市场理论的方程式和精彩的证明的时候，我们应该记住一个人并非一定要达到最远的目标——在考虑风险因素的情况下，市场平均收益提供了最佳的效用——用简单的方式解决复杂的问题，而且你还会在第四节中学到，在积累金融财富这样一个严肃的游戏中，简单最终会战胜复杂。

1.6 现实与理论的距离

很多偶然的因素会阻碍股票的收益，我们从馅饼理论中难以很清楚地了解到，它们还有一更深远的含义。如果长期投资就是构建一个以一个较为适宜的比例分散投资于股票和债券的投资组合，然后持有它度过市场的起起伏伏，并且保持最低的成本，那么在实践中它一定会被共同基金的管理者和投资者所推崇。但事实上，无论是哪一方都是在遭受巨大损失后才会支持这种理论：那种要战胜市场的雄心往往使人们忘记实际上是很简单的道理。让我们借用《哈佛报》的编辑查尔斯·达德利·沃纳有关天气的话来描述这种情形：每个人都在谈论长期投资，但谁都没有这么做。

投资者，无论是专业的还是业余的，并没有忽视历史的教训，但他们不愿意记挂着这些教训。太多的基金经理、投资顾问以及证券经纪商，太多的金融报纸和电视台（为了一个明显的目的）积极地参与短期预测，估计市场趋势以及热门（有时是冷门）股。而当今狂热的投资气氛更是鼓励人们赶快做出行动，好像在说：“赶快行动，在还没有太迟之前。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为了向大家表明短期投资相对于长期投资的缺点，我分析两个普遍使用的短期投资策略，让大家明白基金经理是怎样遵循这些策略，最终导致失败的。第一个是市场择时——就是试图在市场下跌的时候，将股票资产换成债券或现金；而预期市场上升的时候，将债券与现金换成股票。但对于实际操作者来说，市场择时的做法往往会导致相反的结果：在股市下跌的时候在市场里，而股市上涨的时候人他们却已退出了市场。

建立一个日程表，告诉投资者什么时候入市，什么时候出市，这种主意实在是很荒唐。我在金融界呆了50年，我从来不知道有谁很成功，并且一直很成功地做到这一点。我也不知道谁知道谁能成功地做到。但是市场择时的投资策略显然越来越得到共同基金投资者和专业经理人的接受和欢迎。

另一种策略就是快速地变换长期投资组合。它也是基金投资者和管理人经常使用的方法。这个策略是基于这样一个前提：投资者能一下子捕捉到一组非常好的股票和基金，看着它成长，然后在它到达顶峰的时候卖出。这意味着将是很昂贵的操作，就像市场择时一样. 也没有任何历史记录表明有哪个基金投资者或经理人通过快速地变换投资组合提高了收益。

1.7 投机取代了投资

1951年，在普林斯顿撰写有关共同基金的论文时，我在论文中对基金业在金融市场的地位表述了一种现在看来显然是盲目乐观的观点。我认为，具有专业分析能力的基金管理人，注重的是投资价值，而不是股票的波动情况，他们将会给市场带来“坚定、成熟、智慧、分析研究的投资理念，而不是跟从大众对股票价格的评价”。

为了充分表述这个观点，我对约翰·梅纳德·凯恩斯的论点进行了引述。他认为，从股票越来越多地被那些对投资毫无认识的人占有，股票的价值越来越受这些无知的人的心理因素影响，投机占据了整个市场、证券业的专业投资者和专家的力量不可能与大众的观点对抗，所以他们只得试着去预测公众未来对股票价值的评价。

而我对此表述了我相反的观点。因为我认为，随着共同基金和其他金融机构的成长，他们在金融市场的地位会变得越来越重要他们将依靠他们专业的投资理念，以股票的长期价值来准确地评估股票，而不是依赖大众的心理。当时，基金投资组合的年平均换手率一直在20%以下，因此，我认为共同基金业的成长“将意味着这个行业不再（用凯恩斯的话说）仅仅是投机大潮中的一小朵叛逆的浪花”。

可悲的是，目前基金企业投资组合的换手率显示，我那时是多么乐观而幼稚。今天的共同基金业越来越倾向于投机，而离长期投资越来越远——远到法律所不容。

我自己多年的研究表明，《晨星》杂志的结论还过于乐观。我发现大多数基金如果他们只是将他们在年初的投资组合持有一年，当中不做任何调整，可以获得更多的收益。不管怎样，今天频繁换手的基金经理人的市场表现比原先基金业刚刚发展时，更低于市场平均收益。我想由于频繁交易带来的高额成本是其中的一个原因。

在这个充满着创造性的行业中，我们毫无疑问将目睹层出不穷的短期投资策略，每一个都有诱人却最终被证明无效的承诺：他们积极的短期操作将比简单地买入持有更有收益。

因此，市场择时只是基金经理人做的愚蠢的事之一，高换手率也同样是没有效率的。高换手率所带来的高成本和高税收，这种策略对投资人来说危害性更大。

1.7.1 了解投资经济学

以我的观点，市场择时和高换手的策略，都是由于对投资经济学缺乏了解，以及醉心于投资的过程。如我在第二节将要详述的，金融市场长期回报的来源很容易解释：在股票市场，是公司收益和红利；在债券市场，是利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

息收入。市场平均回报，则是在减除投资成本前的收益，而且大多不是基于投机和高换手的活动，因为这些操作方式只是收益在投资者之间的转移。作为长期投资者，所有的投资回报是来源于企业的成长，而不是靠买卖程序中的手段。投资共同基金的艺术，我认为是平实和简单的投资理念。

如果每一只股票的价值来自于发行这只股票的公司的业绩，那么整个股票市场就代表了整体上市企业的有形和无形资产，而不是一堆股票凭证。不考虑投资成本，投资者最终获得的长期投资收益应该大约是美国公司的收益和股息。高换手最终对整个投资界来说不可能产生任何收益，因为此举不可能提高公司的收益和股息。而市场择时的做法也不能对公司的内在价值有什么影响。作为长期投资者的理想投资方式是，保持一种股票与债券适当比例的投资组合，然后持有它，度过市场的一次次潮起潮落。

1.8 长期投资的简单原则

虽然许多投资者还没有采取这种理想的投资方式，但这种方式很容易操作。在投资共同基金时，聪明的投资者应该关注那些他们能控制的长期投资的各个方面。无论是多么复杂或是多么简单，投资者不应该去关注市场的短期走势，或是寻找下一个热门的基金，而应采取明智的基金选择。而选择基金的关键是关注风险、成本和时间这些投资者可以控制的因素，而不是投资者不可能预测到的如未来的回报之类的因素。

就像一个花园里的植物从发芽到繁茂非常缓慢，因为它们的根基需要好多年才能变得强壮。成功的投资需要时间。给你自己尽可能多的时间。在你 20 岁的时候开始投资，哪怕只有很少一点钱。不断积累的收益将使你的投资组合经过市场的起起落落之后变得壮大。例如，投资 10 年，如果市场的年平均回报率为 10%，那么初期投资的 1 万美元将会达到接近 2.6 万美元，是初期投资额的 2.5 倍还多。（假设真实收益率是 7%，最终的收益将接近你初期投资额的 2 倍。）投资 50 年，如果市场的年平均回报率为 10%，那么 1 万美元到时将会达到 120 万美元，是初期投资的 120 倍。

为了在现实的市场中更多地利用复利获得收益，投资者应该特别关注投资成本——投资咨询成本、基金管理费、交易费用以及税收——在投资结束的时候，当你计算你的退休后的财产时，你会发现投资你的投资组合的收益远远比你所投资的市场的收益来得低。虽然每年的收益只有很少的差别，但是多年以后，你会发现你最终获得的收益差别有多么显著。让你的投资组合有更多的时间从复利中获得收益，并且尽量地降低成本。永远不要忘记成本，它就像杂草，阻碍着花园的成长。

这些简单的原则都是长期投资策略的基础，最终会使投资者对投资的信念得到回报，而大多数偏离长期投资理念的基金投资者最终只能得到破灭的希望。通过采用高成本的短期投资策略，贪婪地追逐不现实的收益，使他们远离成功投资的一个重要因素：简单制定一个简单的投资计划，然后任由市场按照它的规律运转。投资的秘密在于：没有秘密。

让我们回到花匠强斯的故事中去。我们已经有了一个长长的春天和夏天——有史以来最长的牛市。但是仍然还会有秋天和冬天，当季节转换时请不要惊慌，因为这是再正常不过的。真实上，这个时刻可能马上会到来——但是从长期来看，如果你遵守以下简单的规则，那么你的投资将会生存下来，最终获得丰厚的收益：

·投资你必须投资的：投资最大的风险是没有把你的钱放在未来将获得巨大收益的股票，而不是短期的股价波动；

·时间是你的朋友：给自己尽可能多的时间。从 20 岁起开始投资，即使只有一小笔钱，不要停止。即使在艰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

难的岁月也要坚持，使投资成为一种习惯。要知道，复利将会产生神奇的结果。

·冲动是你的敌人。在你的投资过程中，不要带入个人的情绪。对于未来的收益要有理性的预期，并且在市场波动时不要改变这种预期。寒冷、黑暗的冬季最终会被光明、博大的春季取代。

·基础的算术。控制你的投资支出，你的净收益就是你投资组合的总收益，所以你应该尽量减少成本（佣金、咨询费用、交易成本）。

·坚持简单的投资策略。不要将投资过程搞得复杂化。基础的投资策略就是简单——形成一个合理的股票、债券及现金储蓄的投资组合；选择一个已经运行一段时期，并且主要投资蓝筹股的基金；小心地平衡风险、收益与所有的成本。

·坚持你的计划。不管发生什么事，坚持你已拟定的投资计划。这句话我已经说了上千遍。这是我能给予你们的最重要，也是最简单的投资秘诀。

不管岁月是如何平静或是风浪迭起，让我们对未来充满信心。可能未来的那个冬季比平常更长、更冷，或者未来的那个夏季比平常更干燥、更炎热。但从长期来看，我们的经济和我们的金融市场是稳定而有序的。不要让短期的波动、市场大众的心理因素、不切实际的期望、恐惧以及贪婪迷住我们的眼睛。如果你记住强斯的话，成功一定属于你：

我非常了解花园里的一切。我在那里干了一辈子……经过一段时间，花园里所有的植物都会越来越健壮。而且花园里永远会有空间，让各种各样新的树和花生长。如果你喜欢你的花园，愿意付出你的劳动，并且愿意耐心等待，那么，在适当的季节里，你一定会看到满园的繁茂景色。



第四章　关于简洁

到你该去的地方

当今世界，每个人似乎都被无穷无尽的信息所包围。曾经只有专业投资人士才知晓的金融事件、数据以及金融理论，如今却人尽皆知。有赖于现今的信息技术，个人投资者可以尽兴地通过网络买卖证券，而无须再依靠专业投资人的服务。信息时代彻底地改变了投资领域。无论投资者是否愿意接受，各种各样的投资信息还是从四面八方向他们袭来：复杂的数量分析，实时股票报价，诸如此类即使没有个人电脑，也可以在任何地方图书馆查到。现在的投资者往往向他们的基金管理人询问基金的 u 系数以及“夏普比率”，甚至阅读有关“复杂性理论”与“行为金融”的文章。

然而，洪水般的信息并不一定就能转化为令人满意的投资收益。我们希望能获得大量的数据与复杂精确的信息，以为这样可以提高投资收益：但不管世界是否已经变得空前复杂，我们的确已使投资的过程变得更为复杂。在这个有着惊人的信息流量的环境中，明智的投资者应何去何从？简单。在这个非凡的时代，一个最大的悖论就是当世界变得越来越复杂的时候，必须寻求越来越简单的方法来实现我们的理财目标。不要低估了简单这一原则作为长期投资战略的有效性，它实际上是成功理财的关键。老谢龙·汉姆说得好：

这是简单化的回报，这是自如的回报，这是到我们该去的地方的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我愿意提供几条原则帮助你在寻求成功投资的过程中摆正位置。首先我要讲讲关于成功投资比较实用的观点是什么，我的定义是：投资的宗旨在于尽可能实现所投资的金融资产类别市场收益的最高份额，同时清楚地认识并接受这一事实，即最高比例不可能超过 100%。

为什么？因为成本的存在。大家知道，当投资于不同种类的金融资产，譬如现金、债券、股票等，我们必须支付由于中介参与产生的成本。举个例子，存单与货币市场基金的收益肯定比短期商业票据的现行汇兑行市低，因为还必须从政府或公司借款人所提供的利率中扣除享受中介服务所支付的诸如交易成本、信息成本等。

同样的道理，我们不该期望自己持有的债券基金能提供较基金组合中债券的平均收益率更高的收益，因为市场收益率与扣除成本后投资者所能得到的收益之间，差距简直大得惊人，所以几乎所有的债券基金表现都较差。

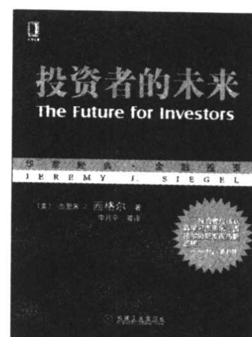
这一道理同样适用于股票。所有投资者作为一个整体想获得超过整个股票市场收益率的收益，从理论上讲是根本不可能的。事实上可以肯定的是，由于股权基金的高成本，在一生的投资中，只有一小部分的股权基金的投资者能跑赢大市，获得可观的收益。

4.1 别无选择时，请回归于简单

既然投资者已经拥有大量的很好的投资常识，何必去理会所谓的至理名言。请重视这一点。但是大量的愚蠢的东西——投资巫术、理财戏法和诱人的投资方案——往往由那些看上去无所不知的人到处宣传。不要理会它。无论获得什么信息，都应牢记我们处于一个不确定的金融环境，投资于一个易变的同时相互关联的证券市场。也许你听说过，我们生活在一个新的时代，值得警觉的是在人类历史上人们预测的“新时代”比我们真正经历过的要多得多。

在众多的相互抵触的信息中，我认为最基本的原则是，作简单化的投资，以获得可能实现的最高收益。所有投资者作为个整体从任何金融资产投资中获得的收益不可能超过其所能产生的收益的 100%，意识到这一点是进行简单化投资决策的第一步。接下来，怎样才能通过最优的方式实现 100% 的投资目标，聚集可观的财富呢？我们应该依靠数百年来人类赖以发展的优秀美德，包括丰富的常识、勤俭的作风、现实的预期、持久的耐心与恒久的毅力。我向你保证，这些品质在长期投资中都将使你获益匪浅。考虑一下，简单投资的基本原则是与低成本这一特点相联系的。最简单的办法是只投资于一只平衡式市场指数基金，这种基金为那些将资产的 65% 投资于股票，35% 投资于债券的典型保守投资者提供了一个分散化的中庸的投资方案。这一组合是完全指数化的，其中股票与债券的比重并不作什么调整，而与整个美国股票市场、债券市场的组成相一致。过去 50 年中，该种基金可以获得股票与债券市场综合收益的 98%，没有比这一种合算的投资了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《投资者的未来》

【美国】杰里米·J·西格尔（1945~　）

投资者的未来是光明的。今天，我们的世界正处在一个发明、发现和经济增长大爆炸的边缘，某些人宣称，随着“婴儿潮”中出生的人们退休，社会保障制度将破产，个人养老金系统将被颠覆，金融市场也会发生紊乱，这些悲观的论调是错误的。

人口和经济的力量正在使世界经济的中心迅速向东方转移。不久之后，美国、欧洲和日本将不再处于中心舞台。到21世纪中叶，中国和印度的经济总量将超过发达国家。

那么，你应该怎样调整自己的投资组合，以便在世界市场上即将出现的巨大变动和机遇中处于有利位置？要在迅速变化的环境中获取成功，投资者必须理解增长的另一面——尽管它与我们的直觉相反，我将其称为“增长率陷阱”。

增长率陷阱诱使投资者为那些促进创新并带动经济扩张的产业和公司付出过多的资金。人们对增长不懈的追求——购买热门股票、寻找激动人心的新技术、投资于快速发展的国家——注定了他们并不能得到丰厚的回报。事实上，历史表明那些业绩最好的投资往往出现在正在萎缩的产业和发展缓慢的国家。

世界变化越快，投资者就越应该重视以往的教训。能够对增长率陷阱保持警醒并且掌握本书中所揭示的成功投资原则的投资者，将会在世界经济发生前所未有的变化中获利。

——引自《投资者的未来》



在全球网络热于1999年达到顶峰之前，美国沃顿商学院知名金融学教授杰里米·J·西格尔在《华尔街日报》上发表了一篇关于警示网络股票繁荣假象的文章。在该文中西格尔以美国在线为例，指出网络股并不值得投资者为它们付出那些价钱。在这篇文章发表的当天，1999年4月19日，网络股票的价格大幅下降，美国在线从上一周星期五的每股139.75美元跌到115.88美元，市值下降了大约220亿美元。同时，雅虎的股价也下降了17%。当天，有人就在电视访谈中质问：“杰里米，恕我直言，你在《华尔街日报》上到底写了些什么？看看你都干了些什么？你为什么要这样做?”

杰里米·西格尔是个睿智的人，也是瞬息万变的投资领域敏锐的观察者。对于那些想在新时代遨游的职

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业投资者和严肃的业余投资者来说，杰里米·西格尔所著的《投资者的未来》必不可少。如果把《彼得·林奇的成功投资》看作价值投资的《旧约全书》的话，《投资者的未来》无疑可以被称为价值投资的《新约全书》。对于投资者来说，树立正确的投资观念要比掌握某种技巧重要得多。因为如果建立了一个错误的投资观念，那么投资者越是努力就会离正确的目标越远。可惜的是市场里充斥着各类介绍技巧的书，指引投资者方向的书却少之又少，杰里米·西格尔的最新著作《投资者的未来》则是一本正确观念、翔实数据、流畅文笔相结合的精品投资书籍。西格尔对美国股市的长期历史研究和深刻反思，就像一盏明灯，照亮了我们的未来投资之路。



开卷有益 •KAIJUANYOUYI•

在即将到来的老龄化浪潮的冲击下，股权的优势将被破坏掉吗？“婴儿潮”中出生的人们在不久将开始出售其股票和债券，“卖掉？卖给谁?”谁将是婴儿潮一代人在过去几十年里积累的上万亿美元资产的购买者呢？这个问题困扰着发达国家的专家学者、政府首脑和投资者。越来越多的悲观论者宣扬经济和金融危机的来临。在《投资者的未来》一书中，杰里米·西格尔解答上面的问题。

作为价值投资理念的经典著作之一，《投资者的未来》一书全面阐述了增长率陷阱、揭开增长率陷阱的面纱、对新事物的高估、股东价值的源泉等内容。该书对价值投资理念有卓越的贡献：一是指出了普遍存在的价值评估中关于增长率的错误认识，二是对股东价值的源泉——“股息”进行了精辟的阐述，第三指出了经济全球化对投资行为的影响。对大多数投资者而言，投资股票的价值体现在股票价格的变动上，而作者用大量数据说明了“股息”在长期投资中的作用，由此进一步把成长性与收益性概念区分开来。这一点对现在的中国投资者有特别地现实意义，它告诉我们，面对投资选择时，要从投资的根本利益出发考虑，而不要被各种各样的故事“忽悠”。而且作者用一句话生动地表达了价值投资理念的意义，“喂养母牛是为

投资者的教训

西格尔对过去半个世纪的美国股市作了大量的研究和反思，颠覆了许多传统理念，为投资者提供了十分宝贵的经验教训：

1. 指数投资的短板：从 1957 年标准普尔 500 指数诞生以来，陆续加入到这个指数中的超过 900 家新公司，平均投资收益比不上最初就在该指数上的 500 家原始公司。如果投资者将投资成败系于指数，不断用快速成长的新公司取代指数中增长缓慢的老公司，这反而会使回报降低。

2. 增长率的陷阱：和我们的直觉正好相反，投资高成长的新兴产业、公司或者国家并不能带来投资的高回报。因为投资者会掉进“增长率陷阱”，为创新和美好前景付出了过高的价格。

3. 投资者收益的基本原理：股票的长期收益并不依赖于实际的利润增长情况，而是取决于实际的利润增长与投资者预期的利润增长之间的差异。例如，投资者因为法律方面的潜在阻力对菲利普·莫里斯公司前景抱有较低的预期，但实际上它仍然保持了较快的增长速度。“较低的市场预期、较高的增长率和股利率，这三者为高收益率的形成创造了完美的条件。”

4. 历久弥坚的胜利：历久弥坚的老股票战胜了勇猛进取的后来者。投资回报表现最好的公司来自拥有知名品牌的日常消费品行业和制药行业。印证了巴菲特的观察：“那些被又宽又深的壕沟保护着的产品或服务才能带给投资者最好的收益。”这就是作者所谓的“旗舰企业”，它们有三个基本特征：略高于平均水平的市盈率；与平均水平持平的股利率；远高于平均水平的长期利润增长率。表现最好的股票中没有一只平均市盈率超过 27。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了获得牛奶，喂养母鸡是为了获得鸡蛋，……购买股票就是为了获得股利”。只有当投资者把安全、稳定获取投资回报当做目标，才能坚决贯彻价值投资理念。

《投资者的未来》其实是一本与众不同的投资指南，该书以学术的严谨对传统的基础分析进行了深入彻底的验证。它视角独特、结论有力，值得我国广大投资者阅读参考。作者摒弃了比较流行的“价值”投资策略和“增长”投资策略，从价值的来源考察投资策略，在强调“估值”重要性的同时，分析了投资者对高速成长产业预期过高的心理，认为快速成长产业并不适合长期投资，最后预测“婴儿潮”、“人口老龄化”等社会问题将如何影响金融市场，为投资者调整其投资组合配置提供了意见。

《投资者的未来》粉碎了传统理念，为那些力图经过长期努力成为赢家的投资者提供了一个选择股票的框架。尽管科技创新刺激了经济增长，但它对投资者却不那么“友善”。看看那些在低速发展甚至萎缩下滑的产业中拥有数十年历史的历久弥坚的老公司，它们提供的投资收益超过了“勇猛进取”的后来者。许多被认为已经过时的产业部门事实上击败了市场。投资者必须对增长的另一面——“增长率陷阱”保持警醒。《投资者的未来》指出了存在于广大投资者中间的追求高增长企业的错误观点，并用大量的数据证明了对于长期投资来说，投资那些低速增长行业中的历久弥坚的旗舰企业反而能够胜过投资那些高增长的高新技术企业。书中还谈到了分红再投资策略，而这恰恰又是我国投资者所不重视的方面，按照国内流行的观点，分红比率不大，因此对于投资没有多大的影响，另外，如果企业能够进行有效的再投资，那么不分红反而能够带来公司更快的发展。西格尔教授得出的结论恰恰相反，长期来看企业不分红进行扩张的效果并不好，而且分红再投资策略将会遥遥领先于单纯的资本收益策略。

本书没有采用教科书那样系统的理论框架，而是以简练、深入浅出的语言清晰地向投资者展示了最为有效的投资策略，投资者可以轻松阅读。作者根据投资收益率历史数据，从历史的角度纵向比较美国数十年来各个产业的投资收益率，从全球化的角度横向比较同一时期不同国家和不同投资工具的投资收益率，使得本书结论更加具有说服力。

对于股市长线投资者，读巴菲特的书，可能已经麻木了，但西格尔用自己更专业的方式给了读者更信

5. IPO 的糟糕表现：首次公开发行的股票中失败者远远高超过成功者，不仅回报低于老股票，而且风险更大。既然“老的”总比“新的”表现出色，为什么当初“新的”还要被创造出来呢？原因很简单：对于企业家、风险投资家及投资银行家来说，新公司能够创造出巨大的利润。但是对于怀着热切希望捕捉机会的投资者而言，却为这些驱动经济前进的公司付出了过高的价格。正如格雷厄姆所言：“大多数新发行的股票都在适宜的市场条件下销售——对股票销售者适宜意味着对购买者得不那么适宜。”

6. 科技的二重性：传统投资理念认为，投资者通过购买带来新产品新发明的科技公司股票，自己的财富就可以伴随这些伟大公司的发展而增长。然而这个观点是错误的，经济增长和利润增长是两码事。事实上，科技是生产力的创造者和价值的毁灭者。最典型的例子是 1999~2003 年，由于光纤技术的快速进步，导致电信业严重供过于求，电信公司被迫大幅降价，对利润造成严重伤害，三家电信巨头和其余 113 家电信公司陆续破产。以致一位企业家疾呼：“你们这些家伙必须停止发明新技术了！”

7. 股利再投资的妙用：熊市保护伞和收益加速器。在过去十年，股利被轻视，因为投资者更注重资本利得，认为放弃股利让公司再投资能带来更高的回报。但是股票收益的历史揭示了现金股利的重要性。在熊市中，通过再投资股利积累更多的股份能够缓和投资组合价值的下降，所以是“熊市保护伞”；当股价上涨时，这些额外的股份能够大幅度提高未来收益，所以再投资股利还是“收益加速器”。此外，一般来讲，股东目标和管理层目标有着很大不同，除非把股利交给像巴菲特这样的能够合理分配资本的管理者，否则把利润以股利的形式交给投资者会降低管理层浪费股东财富的可能性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

服的解释。国内股市投资者，无论是个人还是机构，都在热烈地讨论股票的"成长性"，也就是在这本书里讲到的"增长率"高的股票，但西格尔通过历史数据告诉读者，高增长对于长期投资来讲并不最划算，高增长引发高预期，造成高价格，使得在这样优秀股票上的投资的收益被摊薄，实际的财富效果反而不如那些没有这么耀眼效应的绩优股。因此，股票的投资者应该看这本书，准备投资股票市场的人应该看，此外，更多的没有或者不准备投资股市的人也应该看。因为，通过分析股市投资，西格尔得到了一个超越投资的经济理论：无论是投资者，还是政策制定者、企业经营者，都必须认识和面对增长的另一面，那就是增长率的陷阱。



普通人的投资经



有人靠传统产业和公司的股票闷声发财的时候，许多高科技产业的投资者们却不知就里的懊恼，为没有得到良好收益迷惑不解。中国 20 多年来经济迅猛增长，股票市场却算不上景气，1992 年到 2003 年期间，中国的股票年收益率比巴西差许多。有这样一本书，对这些现象进行了研究，最后提供了权威的理论支持。

这就是美国沃顿商学院的教授杰里米·西格尔在新书《投资者的未来》。

认可未来的发展趋势是一回事，你选择哪种股票，它是否会带给你良好的收益则是另外一回事。西格尔在《投资者的未来》一书中用两大部分阐述"增长的陷阱"是怎么一回事。西格尔告诉我们，增长是一个圈套，它诱使我们将资产投放到我们看好其发展前景的地方，"人们对增长不懈的追求——购买热门股票、寻找激动人心的新技术、投资于快速发展的国家——注定了他们并不能得到丰厚的回报。"通过几十年对企业、产业、国家在资产收益方面的跟踪和对比，他做出进一步的研究结论是：增长率陷阱的影响力并不仅仅局限于单只股票，而是波及整个产业甚至国家。

1950 年美国最大的 50 家公司我们可以在一张表上列出它们的名字，但是即使我们现在已经知晓 20 世纪后半叶发生了什么，却也很难判断哪四家公司是最佳收益的公司。你会选择 IBM，或者将重心从制造业转移到金融和传媒业的通用电气，还是选择美国电报电话公司？这三家公司都不是四家最佳收益中的一只，作者研究结果是：1950~2003 年，提供给投资者最丰厚回报的四家公司依次是国家乳品公司（后更名为卡夫食品公司）、雷诺烟草、新泽西标准石油公司（现在的埃克森美孚）和可口可乐。而且这些投资收益最高的股票没有一只属于新兴增长产业部门，并不列于科技革命的前沿。它们的产品几乎和半个世纪前一模一样，它们是食品、香烟、石油和软饮料。这也说明增长率陷阱对产业部门同样适用，增长速度最快的金融产业，收益率低于标准普尔 500 指数的总体水平；占工业部门比例从 21%下降到 5%的铁路产业，也在过去半个世纪中击败了标准普尔指数的收益率。

创新能带来巨大的收益，但是这些收益并没有流向单个投资者，而是流到了创新者和创立者那里。而力图在世界经济强大发展过程中分一杯羹的单个投资者，则不可避免地会遭受损失。从这样的论述来看，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《投资者的未来》无疑是一本站在普通投资者立场的书。

西格尔1994年出版的畅销书《股票长期投资》得出的结论是：在长期情况下股票的收益要高于固定收益资产（这就够我们好好领悟，学习一番），如果考虑到通货膨胀的话，股票投资的风险还要更低些，其结论就是股票应该是长期投资者投资组合的基石。《投资者的未来》是其自然的延伸，所研究的结论和建议都针对长期投资而言。比如首次公开发行的股票（IPO）在长期中表现糟糕；认识到股利再投资的重要性；股票的长期收益并不依赖于实际的利润增长情况，而是取决于实际的利润增长与投资者预期的利润增长之间的差异等。

用五个部分中的两个部分分清了增长率的陷阱，让读者了解股票的特性之后，接下来西格尔教授强调的是股利对于投资者的重要性，最后两部分才是关于未来投资的建议。作者对传统价值投资理论进行反思的同时，并没有忘记把这种反思更多地运用于对未来投资的思考，这是本书的可贵之处。

最后需要提及的是作者总结的构建未来投资组合的三个条件，也是书中最后章节的主要内容，它们是：股利（购买那些拥有可持续现金流并将这些现金流以股利形式返还给投资者的股票）、国际化（认识到经济力量的平衡从美国、欧洲、日本移动到中国、印度和其他发展中国家的力量）、估价（积累那些相对于其预期增长而言有着合理价格的公司股票），如果要想更了解这三个条件从而在投资中获得些实利，你所要做的工作就是阅读这本书了。（邱恒明）



价值投资理论的自我救赎

纽约时报的专栏作家托马斯·弗里德曼在畅销书《世界是平的》中说：科技的汇集和传播加快了全球化的趋势，而地球越发变的平坦，我们必须以更快的速度前行，这个世界变的如此之小，如此之快，对于国家、公司、社会和个人意味着什么？未来会是怎样的一种变化？

作为证券市场的投资者，也许无须刻意研究世界的未来，但是一定会关注未来人口危机和老龄化浪潮冲击下的经济增长趋势；一定会关注未来全球经济强国的转变带来的新的投资区域和行业分布的变化；你也会关注在全球化趋势越来越明显,国际政治经济架构发生不可预知的变化的时候,投资者的未来是什么？

也许是巧合,《股票长期投资》的作者杰里米·西格尔是一个长期投资和价值投资坚定的拥趸者，但是在其新书《投资者的未来》中对于投资者的未来进行了广泛的研究和预测。在他对标准普尔500指数的历史运行趋势和投资收益进行分析，在对标普原始成分股投资收益率以及紧跟成分股调整的标普指数基金的投资收益率进行对比之后，作者对于价值分析中的一些经典论断以及我们习惯中的投资方法提出了自己新的研究观点；在对于全球化这样一个不可逆转的趋势下的出现的新经济特征进行比较和研究之后，他在书中提出了自己的投资策略。

苏格拉底曾经说过：“没有经过验证的生活，是不值得过的”，约定俗成的观念和理论很容易让我们产生思维的惯性，当我们完全靠经验而忽略了周围的变化时，我们将会产生思考的惰性。生活如此，作为一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项风险很大的投资活动，质疑和验证，批判和审视也是必不可少的。

要投资高增长率的公司吗？不一定，因为你会陷入增长率陷阱，增长最快的公司、行业或者国家不一定会给你带来最好的投资收益率，比如 IBM 和新泽西石油，比如航空和通讯，比如巴西和中国。

要购买首次 IPO 的公司股票吗？不一定，长期来看，它们的表现很糟糕。

股票的长期收益是依赖于该公司实际的利润增长率吗？否定，依赖的是增长率与投资者预期的比较。你对西南航空的预期很低，但是它给你带来的长期回报远远高于你预期很高的通用电气或者是 IBM。

放弃股利，而让公司用于再投资会带来更高的回报？答案依旧是否定的，股利的再投资策略将会是你的熊市保护伞和牛市中的收益加速器，而交给公司却很有可能浪费和损失掉。

科技股是获得暴利的优秀品种吗？依然是否定的答案，科技行业是生产力的创造者和价值的毁灭者。

在书中，你可以看到很多类似这样的质疑，而其中一些观点和分析方法对于我们目前的市场实践提供了很好的借鉴。比如关于指数投资的问题，作者指出，在传统概念里面，指数化投资就是要紧跟指数的调整和变化，依托市值的增加来获取收益，可是他的研究表明，从 1957 年 3 月 1 日到 2003 年 12 月 31 日，投资原始成分股组合所能积累的资金比投资于一只标准普尔 500 指数基金多出 21% 到 26%。而他们甚至并不需要知道哪些公司会“幸存”，哪些公司不会。作者的理由是新公司加入带来的成分股调整只会带来整个市场价值的提高，而不会直接带来投资收益的提高，两者没有必然的联系。也许这可以看作是标普版的“赚了指数不赚钱”。

实际上，我们也可以反思沪深股市中最早推出的成分指数，1996 年 7 月份推出的上证 30 指数，以及 2004 年年初推出的上证 50 指数，推出时市场热捧，但是后来的运行均不尽人意。其实仔细想来，这些入选的成分股在当时或者是在股价达到顶峰时符合市值要求而入选，或者在入选时因为一些跟踪指数的影响而使得这些股票的价格被高估，它们对于指数的贡献很明显，但是购入这些股票的投资者因为额外支付了溢价，从而降低了自己的投资收益率，希望这一幕不会在沪深 300 或者是中证 100 指数身上重演。

值得欣慰的是，作者在对传统价值投资理论继续进行剖析、反思和纠错的同时，并没有忘记世界的变化，在对全球化进行分析和研究之后，作者预测投资者未来会会同时面临两股巨大的力量：富国的老龄化和发展中国家的高速增长。但是知识的迅速扩散让世界产出得以增长，由此产生的买家将会支持金融市场在这个世纪良好地运行。因此，与全球股票市场进行联系的投资策略毫无疑问会给投资者带来满意的收益。而基于投资者“喜新厌旧”的“不良”内在倾向，作者提出了在未来投资者要构建投资组合的几个条件：股利、国际化和估价。

应该说，这是一本有继承、有批判、也有发展的著作，继续继承价值投资的理念，批判其中被大家广为使用但是事实证明并不能带来良好收益的一些投资的方法，同时深刻感受着世界的变化而带来的投资机会的改变，而做出新的预期和判断……

换个角度来看这本著作，它不仅仅是作者对于自己投资实践的总结，对于投资者未来的大胆预测，更应该看作是价值分析拥趸者在占据主流投资分析地位后的一次主动的自我批判和自我救赎，是在总结历史、验证历史的基础上适应当今社会最新变化下的一次深刻的思考。（佚　名）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

瞬息万变的投资领域中的敏锐观察者



杰里米·西格尔是美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院金融学教授，1967 年毕业于哥伦比亚大学，1971 年在麻省理工学院获得经济学博士学位，然后在哈佛大学做过一年研究员。在 1976 年加入沃顿商学院之前，在芝加哥大学研究生院有过四年的教学经验。

1999 年，杰里米·西格尔他在《华尔街日报》上发表了一篇文章，警示网络和科技泡沫，引起了网络股票价格的暴跌，受到很多“爱上”网络股的投资者的攻击，被骂为“来自远古时期的恐龙”、“互联网知识的小孩”、“识别机遇方面的裹着尿布的学前班儿童”，他也因此得到了沃伦·巴菲特的关注和赞扬，这为西格尔带来了进一步研究的动力，并最终促成了《投资者的未来》一书的完成。该书刚一推出，就引起了国内外的热切关注和研究。

西格尔思考未来的方式别具一格，既有对历史深入而广泛的探讨，又不乏冷静睿智的投资分析。“历史是我们拥有的全部”，西格尔深受其导师萨缪尔森的影响，注重长期历史数据的收集和研究，并得出了一个非常重要的结论——“西格尔常量”：从 1802 年开始，在扣除通货膨胀之后，充分分散化了的普通股投资组合具有 6.5%~7%的年收益率。尽管过去两个世纪里社会发生了巨大的变化，然而股票长期收益却是惊人的稳定。而且这个收益率相比其他金融资产拥有巨大的优势。在两百年里，债券的年平均实际收益率是 3.5%，仅为股票收益率的一半；票据和其他短期货币市场资产为 2.9%，而在除去通货膨胀之后，黄金仅仅有 0.1%的收益率。具有惊人持续性的“西格尔常量”足以成为股票长期投资的基石。

作为世界顶级的投资、金融专家之一，杰里米·西格尔发现投资者对于增长的不懈追求——寻找激动人心的高新技术、购买热门股票、追逐扩张产业、投资于快速发展的国家，常常带给投资者糟糕的回报。事实上，增长率本身就可能成为投资陷阱，吸引投资者购买定价过高的股票，投身过度竞争的产业。他研究了半个世纪前纽约股票交易所最大的 20 只股票提供给投资者的长期收益——假设投资者将股利再投资于同一家公司，并且持有所有的派生股票。令人吃惊的是，这前 20 只股票的收益超过了“指数化”投资者所能获得的回报，重要的原因就是后者的投资组合中涉及所有的新兴公司和产业。这样的结果坚定了西格尔的信念——新股票确实被投资者过高估价了。被高估的股票许多来自高科技产业，而那些沉寂的行业中貌似不起眼的企业却往往能为投资者提供高额回报。很多人认为，那些引领技术创新、推动经济增长的公司是投资者的最佳选择，西格尔用“增长率陷阱”来形容这种错误的观念。随着研究的深入，西格尔愈发认识到增长率陷阱的影响力并不仅仅局限于单只股票，而是波及到整个部门甚至国家。快速发展的新兴公司、新兴产业甚至新兴国家提供给投资者的收益往往很糟糕。西格尔因此得出了投资者收益的基本原理，指出增长率并不能单独决定收益的高低，只有当增长率超过投资者常常过于乐观的对股价的预期时高收益率才能实现。


杰里米·J·西格尔

杰里米·西格尔教授是全球顶尖商学院教学排名中列居首位的金融学教授，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在经济和金融学领域发表了大量的著作及演讲。他是《基普林格》杂志的专栏作家，还曾在《华尔街日报》、《金融时报》等媒体上发表过大量文章。他曾在摩根大通公司担任过 15 年的经济学培训主任一职，现在是美国证券业协会负责学术方面的主任，他的代表作《股票：长线法宝》被《华盛顿邮报》评为有史以来 10 本最好的投资书籍之一。



第 1 章　增长率陷阱



1.2 增长率陷阱

意外的是，上述关于投资策略的判断被证明是错误的。事实上，我的研究表明事情的真相恰好相反：新兴的产业和公司不仅不能为投资者提供丰厚的回报，而且它们带来的投资收益往往还不如那些几十年前就已经建立的老企业。

增长似乎是一个圈套，它诱使我们将资产投放到我们看好其发展前景的地方，不过最具创新能力的公司很少会是最佳的投资选择。人们盲目地追求科技创新，将其作为击败市场的法宝，但是事实证明创新是一把双刃剑——刺激着经济增长，同时又不断地让投资者失望。

1.3 谁获利，谁受损

为什么会这样？为什么合理利用新技术所带来的巨大经济利益会导致巨额的投资损失？一个简单的原因是：出于对创新的热情，投资者为参与其中支付了过高的价格。

增长被如此狂热地追求，它诱使投资者购买定价过高的股票，而这些股票背后的产业瞬息万变且面临过度竞争，这些产业中少数的大赢家无法补偿数量众多的失败者。

我不是在说从创造的过程中不能获取收益，事实上，许多人通过创新变得极为富有。如果不是这样，企业家将失去发展新技术的动力，投资者也不会为他们融资。

但是这些收益并没有流向单个投资者，而是流去了创新者和建立者那里。这其中包括为项目提供大笔资金的风险投资家，销售股票的投资银行家，当然，最终获得好处的是能够以较低价格购买到更好产品的消费者。而那些力图在世界经济强大发展过程中分一杯羹的单个投资者，则不可避免地会遭受损失。

1.6 投资者的未来

我分析的数据越多，就越发意识到自已观察到的并不是个别情况，而是揭示了一种深层次的代表性力量，这种力量存在于长时期中，覆盖的范围也很广。

我为这本书所做的最重要也是最耗费精力的一项研究是对标准普尔 500 指数整个历史的剖析。这个指数囊括了美国最大的公司，占据了全美股票市值总和的 80%。世界上没有任何其他指数像标准普尔指数这样被如此之多的投资者复制，它的表现牵涉到上万亿美元投资金额的损益。我的发现完全颠覆了投资者用来为投资组合选择股票的种种传统理念。

平均来看，从 1957 年标准普尔 500 指数诞生以来，陆续加入到这个指数中的超过 900 家新公司，投资收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比不上最初就在该指数上的那 500 家原始公司。事实上，如果投资者将投资成败系于指数，不断用快速成长的新公司取代指数中增长缓慢的老公司，这反而会使回报降低。

长期投资者如果只投资于标准普尔指数最初的 500 家公司，并且不再购买任何被增加到这个指数上的股票，他们的境况反而会更好。通过采用这种“购买且不再销售”的投资策略，投资者能够击败过去半个世纪里几乎所有的共同基金和货币经理。

股利至关重要。股利的再投资是长期股票投资获利的关键因素。某些怀疑者声称，公司派发高额股利将导致增长机会的缺失，然而事实恰恰相反。投资于高股利率公司股票的投资组合比投资于标准普尔 500 指数的投资组合年回报收益率高出 3%，而正是那些低股利率的股票拖了市场的后腿——比平均年收益率低了 2%。

股票投资的回报并不依赖于公司利润增长，而只取决于实际的利润增长是否超过了投资者的预期，这个增长预期就体现在市盈率中。投资于标准普尔 500 指数中低市盈率公司的投资组合比投资指数中所有公司的投资组合年收益率高 3%，而投资于高市盈率公司要比投资于指数中所有公司的年收益率低 2%。如果将股利率作为衡量指标，所得到的结果也大体一样。

首次公开发行的股票（IPO）在长期中表现糟糕——即使你幸运地以发行价格拿到这些股票。1968~2001 年这段时期中，其中只有 4 年按发行价格购买的 IPO 投资组合的长期收益率能够击败一个类似的小型股票指数。那些在交易开始后购买首次公开发行股票的投资者获得的收益率甚至更糟。

增长率陷阱不仅存在于单个公司中，对于产业部门也同样适用。增长速度最快的金融产业，收益率低于标准普尔 500 指数的总体水平，而自 1957 年以来萎缩了将近 80%的能源部门的投资收益率却超过了这个指数，占工业部门比例从 21%下降到 5%的铁路产业，也在过去半个世纪中击败了标准普尔指数的收益率。增长率陷阱同样也适用于国家。过去 10 年中增长速度最快的国家却为投资者带来了最低的回报。中国，20 世纪 90 年代最强劲的经济动力，以过高的投资价格和萎靡的股市让投资者深感失望。



第 5 章　泡沫陷阱：如何发现并规避市场狂热

在上一章中我描述了石油泡沫和科技泡沫。投资者在市场循环的其他任何一个时期里，都没有像在这些泡沫及其引发的严重后果中这样损失如此之多的金钱。对于许多人来说，巨大的损失使他们不得不永远放弃股票投资，而将剩余的资金投向低收益的货币市场基金和银行可转让大额存单（CD）。

是否存在一种方法可以帮助人们避开市场的这些狂热时期？投资者能否发现泡沫并避免被它们所展示的诱人前景所迷惑？艾伦·格林斯潘对此持怀疑态度。作为美联储的主席，他为未能戳穿网络泡沫而承受了巨大压力。他在 2002 年 8 月的一次演讲中说道：“要想明确地判定一个泡沫是很困难的，除非它用破灭证明了自己的存在。”我对他的这一论断不敢苟同。读一读本章开头的那段引言，它出自华尔街一位顶尖研究团队的成员之手。当“新时代”的观念让这些出色的分析家都如此执著的时候，你应该意识到自己已经身陷泡沫中了。

这一章将告诉你如何鉴别泡沫形成的典型症状，看到事情的真相。不过判定泡沫的存在并不意味着你找到了一条轻松获利的捷径。泡沫持续的时间比任何人预期的都要长，这让那些对泡沫持怀疑态度的人产生否定情绪，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同时更坚定了支持者的信心。一旦泡沫开始膨胀，没有人知道它什么时候会破灭。当你判定一个泡沫以后，立即停止向泡沫中的公司或产业投资。

如果你持有的股票正幸运地处于"市场狂热"状态中，迅速抛出股票将利润转化为现金，不要再回头看。你所卖出的股票在崩溃之前也许还会大幅升值，不过从长远来看，你的选择是正确的。

5.1 网络和科技泡沫

泡沫形成之前，金融市场通常都经历了长时期的繁荣。20 世纪末期的经济环境正是如此，当时美国正处于历史上最长也是最强劲的股票牛市之中。互联网使得在线交易得以实现，这让股票的购买和销售变得更加容易，同时也降低了交易成本。股市似乎变成了赌场，这种气氛吸引了数以千计也许本不会进入金融市场的投资者。对千年虫的恐惧引来了巨大的资本投入，这导致科技类公司的利润飞涨。投资者的兴奋和狂热集中于一个信念——网络将改变世界运行的方式。这种狂热导致媒体对网络公司和股票市场的报道激增。在这些报道中广泛存在着这样一种理念——现有的商品和服务的购销模式将会发生巨大的改变。

正如我的好友，来自耶鲁大学的鲍勃·席勒在他的《非理性繁荣》一书中所写的那样："尽管新闻媒体……将它们自己说成是独立于市场之外的观察者，但实际上它们也是市场发生的各种事件的一个组成部分。投机泡沫通常只会在许多人持有相似的想法时才会形成，而新闻媒体正是散播各种想法和理念的重要工具。"互联网使得人们只需花费微小的成本就可以进入巨大的市场，因此盛行的观点认为在线购物所带来的方便快捷会使其取代其他的交易方式。"clicks over bricks"成为了网络狂热者们的口号，他们似乎已经预见到这种新兴媒介威胁到传统零售商的生存。随着媒体不断地推波助澜，越来越多的投资者，包括许多以前从未购买过一只股票的人，开始进入股票市场。股价像火箭一般蹿升。在线书籍零售商亚马逊公司在不到两年的时间内股价飞涨了惊人的 4800%，1999 年 4 月，其市场价值已经超过了 300 亿美元，这几乎是它的两个主要竞争对手巴诺书店和博得公司市值之和的 10 倍，这两家非在线书商在世界各地经营着超过 1000 家的书店。讽刺的是，亚马逊公司在那之前还从未盈利，事实上在那一年它的亏损额超过了 6 亿美元。

在 1999 年 10 月，在线玩具零售商电子玩具公司的市场价值超过了世界上最大的非在线玩具零售商玩具反斗店的两倍，后者在世界范围内拥有超过 1600 家商店。在同一个月，一家在网上销售打折飞机票的公司达到了其市值的顶峰——比整个美国航空业资本的一半还要多。事情发展到这里，泡沫的破灭只是时间问题了。

5.2 投资者吸取教训了吗

我曾经以为投资者对这种投机活动的兴趣再过许多年才会重新旺盛起来，然而最近发生的事情却表明实际情况也许并不是这样。

仅仅几年之后的 2003 年，股票市场上最大的赢家变成了那些研究纳米技术的公司。纳米技术被认为是下一个能够使世界发生巨大改变的新技术，它向人们承诺"可以制造出能够安装在针尖上的超级计算机和比一个人体细胞还小的医用机器人，这种机器人可以治疗癌症、感染、动脉堵塞，甚至能够消灭衰老"。《华尔街日报》刊登的一篇文章中提到，研究纳米技术的公司，诸如美国纳米基因公司、美国纳米技术公司和美国维易科精密仪器公司在上一年度中市值都至少上升到原来的两三倍。这些公司中没有一家盈利，纳米基因公司和纳米技术公司更是只有微薄的收入。纳米基因公司，一家每季度收入只有 170 万美元而亏损超过 700 万美元的公司，在 2003 年 3 月以每股 1 美元的价格在市场上进行交易。不过这些糟糕的数据并没有阻止投机者，到了 2004 年初，这家公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的股价飙升到了 14.95 美元，这使它的市值几乎达到了 4 亿美元。

正如在 20 世纪 90 年代末各家公司都争相将自己的名字同“dot-com”联系起来一样，2003 年大家又都迫不及待地想要利用一下纳米技术带来的狂热。一家名为美国环球航空的公司在更名为美国环球纳米空间之后，该公司在一年前从极其低廉的股价上升到了 1.66 美元。

实际上，纳米科技的短暂繁荣只是前几年巨大的网络泡沫所留下的影子，令人吃惊的是，教训刚刚过去，新一轮的投机却又甚嚣尘上了。新生事物带来的兴奋似乎可以抹去人们关于过去的记忆。新兴的科学技术很有可能会在将来更加频繁地涌现。正如我在第 15 章中将会详细描述的那样，网络革命在全球范围内加快了发现、发明的速率。新的产品会不断出现，新的公司将会迎来巨大的发展机遇。不过投资者要当心了，这些新公司和新技术大部分都会被夸张地渲染并得到过高的定价。

5.3 第一课：定价至关重要

美国在线在网络狂热于 1999 年达到顶峰之前，我在《华尔街日报》一篇题为《网络股票是否被高估了？这些股票是否曾经被高估》的文章里对股市中存在的一些史无前例的现象提出警告。我以美国在线为例，指出网络股票并不值投资者为它们所付出的那些价钱。

这篇文章发表的当天，1999 年 4 月 19 日，网络股票的价格大幅下跌。美国在线从上一周星期五的每股 139.75 美元跌倒 115.88 美元，市值下降了大约 220 亿美元。另一只互联网股票也遭受重创：雅虎股价从 189 美元下降到 165 美元，整个网络股票指数从 670 跌到 560，下降了近 17%。

市场对这篇文章的反馈让我感到吃惊。那天早上我正从费城前往芝加哥，我很庆幸自己不是要去硅谷。我敢肯定我的文章并不是引起股价下跌的唯一因素，不过当时所有的主要电视网——CNBC、CNN、国家公共广播以及各种平面媒体都想就我发表的观点展开讨论。那天晚上我不得不在卢·多布斯的金钱线节目上和美林的网络股票吹鼓手亨利·布洛杰特面对面进行辩论。卢直截了当地开场：“杰里米，恕我直言，你在《华尔街日报》上到底写了些什么？看看你都干了些什么！你为什么要这么做？”我陈述了我的理由，布洛杰特回应说我的那些论点都是些已经被无数次提及的老生常谈。他宣称：“毋庸置疑，这些股票之所以昂贵是有经典的衡量标准作为依据的。说实话，我们关于这件事情的争论没有任何价值。”不要被他的话给愚弄了。为一家科技类先锋公司定价所需使用的工具和为 IBM 及过去的其他科技巨人定价所使用的工具并没有什么区别，而那天我在文章中也正是这么做的。

我选择了美国在线——当时唯一一家位列标准普尔 500 指数的网络公司，同时这也是一家盈利的公司。当我写那篇文章的时候，美国在线的市场价值高达 2000 亿美元，排名全美前十。然而在此前一年，美国在线的销售额仅排在全美第 415 位，利润排在第 311 位。如果让该公司的市场价值排名与其销售额和利润排名相匹配的话，那么它的市值应该在 450 亿美元上下。

另外，就美国在线的市盈率（我在第 3 章中提到的衡量定价的关键指标）而言，以此前 12 个月的利润为基础计算的结果超过 700，以当年截止的利润为基础计算的结果是 450，对于大公司而言，这样的定价绝对是史无前例的。在过去的 45 年里，股票市场的平均市盈率只有 17。在第 3 章曾经提到，此前 50 年业绩最佳的股票其利润增长率比平均水平高出很多，而其定价比率只略高于市场水平。

这些股票自然应当得到比实际定价更高的价格，相比之下美国在线的股票价格显然已经大大超过了适当的变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通范围，接下来其股价的下跌已经不可避免了。

5.4 第二课：不要“爱上”你的股票

还有一个信号可以提示投资者股票已经处于泡沫之中。投资的核心原则之一是千万不要“爱上”你的股票。你必须随时保持客观，如果基本面的情况不足以支持现行价格的合理性，那么不论你有多么乐观或者你曾在这只股票上面赚过或赔过多少，你都应该将它出售。

我意识到数以千计的投资者都“爱上”了“他们的”美国在线。在质疑这家公司股票价格的文章出现在《华尔街日报》上之后，我收到了许多愤怒的电子邮件，信中宣称美国在线的股票价格实际上是被低估了，指责我对现实一无所知。许多邮件还附上了一篇凯文·普里格尔的回击文章，文中称我发表了“《华尔街日报》刊登过的最糟糕的一篇文章”。

很多人把邮件发送到沃顿商学院的院长办公室，他们建议说像我这样的人不应该在沃顿或者任何其他一家商学院授课。一封邮件中写道：“这个家伙是一头来自远古时期的恐龙，他肯定不知道什么是千年虫，也肯定对先进的商务模式一无所知……我希望他赶快从古老的沃顿商学院退休……或者去游乐场——随便他先做哪件事。他是个疯子，是个食古不化的老顽固，应该给他带上口罩。”另一封信中说：“我对贵学院的尊敬之情打了折扣，西格尔应该退休了。容纳这样的人最终受损害的将是沃顿商学院。去看看 Stree Advisor.com 上的文章吧！”不过好戏还在后头。沃顿公共事务发言人柯尔斯滕·斯佩克曼发给我一封邮件，告诉我在他们的公共事务邮箱里像这样的信还有很多……

2003 年 2 月，据伯恩斯坦公司估计，如果美国在线时代华纳解体的话，美国在线将价值 57.8 亿美元，比我写下那篇文章时的价值降低了 97%，而其他的分析家甚至声称这一估计过于乐观。

从互联网狂热者对网络股票所展示的激情可以看到，这些投资者并没有用理性的眼光来审视自己手中的资产。大多数的网络投资者相信“这一次是不一样的”，他们听不进去其他的声音，也就犯下了“爱上”自己股票的致命错误。

5.5 第三课：当心庞大却又不知名的公司

泡沫形成的另一个标志是默默无闻的公司被冠以巨大的价值。2000 年 2 月 11 日，我发现自己的电脑屏幕上闪烁着这样的标题：“思科公司可能迈向万亿美元市场价值”。这篇文章的作者大卫·威尔逊援引第一波士顿的分析家保罗·温斯坦的话说，思科的市场价值将会在两年之内达到 1 万亿美元。当时这家公司的市值刚刚超过 4000 亿美元，位居世界之首。5 年之前纳斯达克榜单上的所有股票市值之和也达不到 1 万亿美元，而根据温斯坦的预测，仅思科一家公司就可以在两年之后达到这个水平。

毫无疑问，思科为投资者提供了不错的回报。这家公司成立于 1984 年，在 1990 年 2 月 16 日上市，发行了价值 5040 万美元的股票。到 2000 年 2 月，在其首次公开发行的股票中投入 1000 美元的投资者已经可以拥有 100 万美元——这样的收益率相当于平均每年将年初投资额翻一番。在温斯坦发表预测之前两天，思科取代通用电气，跃升为世界上市场价值最高的公司，后者拥有超过一个世纪的历史，并且在全世界拥有极高的品牌认同度，然而思科在这一点上却有些不同。令人吃惊的是，大部分美国人，包括许多（如果不是大多数）股票持有者，都不清楚思科到底从事什么业务。当我问我的朋友们是否知道思科生产些什么，大部分人都只能摇头，并且回想起 20 世纪 50 年代由宝洁公司生产的一种著名的起酥油。当我告诉他们思科的销售收入有 70%来源于互联网使用的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交换机和路由器时，大多数人都不知道这两样东西有何用途。

人们对世界上市值最高的公司知之甚少，这样的事情在以前还从未发生过。在 19 世纪末和 20 世纪初，洛克菲勒的标准石油与卡内基的美国钢铁为第一名的宝座展开竞争，这两家公司都堪称家喻户晓。在 1929 年股票牛市的顶峰，通用电气和通用汽车加入进来，与美国钢铁公司一起分享殊荣（标准石油帝国当时已经解体），这两家公司都享有盛名。20 世纪 60 年代中期美国电话电报公司再一次统治了这个领域，它的股票被最广泛地持有，同时大部分的美国人都是它或它的子公司的顾客。

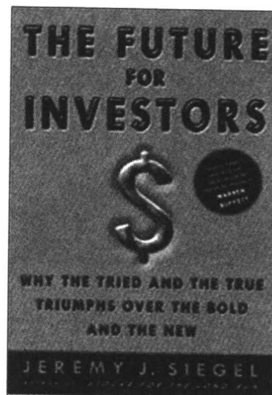
IBM 在 1967 年夺去了美国电话电报公司的桂冠。尽管大多数人当时并不知道（现在仍然不知道）电脑是如何工作的，但是人人都听说过 IBM，也都知道电脑有何用处。事实上，由于 IBM 在 20 世纪 50 和 60 年代占据了电脑市场超过 80%的份额，“IBM 机器”几乎成了电脑的同义词。在杰克·韦尔奇的领导下，通用电气于 1993 年末重新登顶，直到 1998 年底才被获得巨大成功的软件公司微软取代。几乎每个使用过电脑的人都用过微软的操作系统或是文档处理工具、电子表格、绘图程序等。不知名的思科取代微软，昭示着市场已经发生了巨大变化。在温斯坦做出“万亿美元”预测后两年半，思科的市场价值跌落到 500 亿美元，不足其巅峰时期的 1/10。

5.6 第四课：避免三位数的市盈率

在我的文章《网络股票是否被高估了？这些股票是否曾经被高估》发表之后，网络股票在接下来的 4 个月时间里下跌了近 40%。不过这并没有挫伤互联网狂热者们的热情，随着在线商店销售额上升的报道不断出现，网络股票开始复苏，并且超过了 4 月份所达到的高度。实际上，在从 4 月的 800 点跌到 8 月的 500 点之后，网络股票指数在 2000 年 3 月初几乎上升了两倍，达到 1300 点。

伴随着互联网热潮的继续蔓延，一种观点开始出现并流行开来：就算许多的新兴网络公司可能遭遇失败，但那些为它们提供设备的供应商一定会赚取可观的利润。结果，为互联网和新兴的个人电脑市场提供商品的大盘科技类公司的股价也蹿升到了新的高度。

大多数持有思科、太阳微系统公司、易安信（EMC）、北电公司等网络股票空头的投资者认为，这些公司的利润并不会像分析家们所设想的那样以如此快的速度增长。不过这里还有一个更基本的问题：即使实际的盈利能够达到预期的水准，这些公司就真的配得上它们高额的定价吗？每年的 3 月，证券行业联合会在沃顿商学院举行为期一周的学术会议。在 2000 年 2 月底，我曾经为了会议上要做的一次演讲而研究过上面的问题。我分析了 9 只拥有巨额市值且市盈率超过 100 的股票：思科、美国在线、甲骨文、北电网络、太阳微系统公司、易安信、JDS Uniphase、高通公司以及雅虎。我得出的结论对于这些股票的持有者来说不是什么好消息。即使按照乐观的预期，利润以每年 21%~56%的速度递增并且一直持续 5 年（长期的利润规划通常涉及未来 3~5 年），这 9 只股票的平均市盈率仍然会达到令人心惊肉跳的 95，而其中的三只（美国在线、JDS Uniphase 和雅虎）拥有的该指标数值还会在 100 以上。



《投资者的未来》英文版封面

即使利润增长能够按照预期的速率维持 10 年（实际上没有人相信这些公司能将这么高的增长率保持这么久），上述股票的市盈率也只会下降到 40 左右，仍然高得惊人。投资者的设想如果实现，那么科技类股票将会在今后 10 年中完全统治市场，并且其价格水平将达到标准普尔 500 指数历史水平的 2~3 倍。这种情况实际上是不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可能发生的，这些股票的价格必然会遭遇巨大的滑坡。

5.7 大盘科技类股票

2000年3月8日，我接到了《华尔街日报》的一位编辑马克斯·布特的电话，询问我是否愿意就纳斯达克当前的情况写一篇社论对版文章。由于已经完成了上文所述的研究，我立即应允了这个差事并且给这篇文章起了一个无关痛痒的标题——《历史的教训》。我知道对于编辑们来说在对版标题上做文章早已司空见惯，不过当我拿起报纸看到最上端赫然印着“大盘科技股是傻瓜的赌注”时，还是禁不住大吃一惊。我总是避免在文章中有不敬言辞，何况这些股票的持有者中还有一些我最好的朋友。购买这类股票的人也许是被误导了，不过将他们叫做傻瓜实在有些过分。我已经准备好了向有可能向我质询此事的人道歉，告诉他们“傻瓜”这个词绝不是我的本意，不过令我吃惊的是，这个标题似乎并没有给我带来什么麻烦。

在《华尔街日报》和我接触之后两天，我又接到了斯图尔特·瓦尼的电话，他已经取代了卢·多布斯成为美国有线新闻网（CNN）金钱线节目的新主人。他邀请我于当天晚上6点到他的节目中去谈一谈市场近来的动态。

瓦尼以这样的方式开始了访谈：“让我们直击要害吧，你十分认定科技股的价格将在最近出现巨大的跌落吗?”我想谈谈思科以及其他被高估的科技类股票，不过我并不想让观众们觉得我是在抨击这些公司。美国在线的投资者给我的回应还记忆犹新，于是我为思科唱起了颂歌。我说：“思科是一家美妙的公司，一家伟大的公司，一家超一流的公司，就算价格是其盈利的80倍我也会购买它的股票，但是如果市盈率达到了150呢？前20位的股票（按市场价值排名）中有6只市盈率超过了100，这是史无前例的，从来没有哪只股票在公司已经达到如此规模的时候其价格超过利润100倍。”我提到，科技类股票在近5个月来大幅上升，然而我却看不到这种上升的缘由，“它来得容易，去得也容易”。那些驱动价格走势的短期投机者，即所谓的“动量选手”，“声言它们会在列车撞毁前跳下车”。当人人都抱着这种打算的时候，价格很可能出现剧烈下跌。

瓦尼想要做个总结，他问道：“这是一个泡沫，里面的空气不久就会跑出来，而且是以非常快的速度，市场会坠入谷底吗?”我明确地回答：“空气会跑出来……我想我们今年会看到这个部门的大滑坡。”这次访谈的当天，2000年3月10日，周五，纳斯达克综合指数以5048.62点收盘，这是该指数历史上的最高值，科技市场也正处于鼎盛时期。两年之后，纳斯达克指数下降了75%。

在2000年4月10日所在的那个星期，纳斯达克经历了一场灾难，下跌了超过1100点，近1/4。金钱线节目再次采访了我，并重播了一个月前所做的访谈的大部分内容。到第二年，瓦尼开始频繁地播放3月10日节目的片断。很快《大盘科技股是傻瓜的赌注》成了我为新闻媒体写过的最著名的一篇文章。当我在全国各地讲演时，投资者们总是拿着这篇文章的复印件来找我，表示是我的观点说服了他们抛售科技类股票，从而保全了财富；更多的人走过来称赞我写的文章，同时懊恼地悔恨当初没有按照我的建议去做。

被新闻媒体和投资者奉为市场“权威”让我觉得很不自在。市场的短期动向如此难以预测，谁说得对都只能归功于运气。科技股的泡沫也许本还能再持续一个月或是一年，然而我（还有许多人，甚至包括一些持有这类股票的人）知道它肯定会在某个点上破灭。我在文章中还提出了一个很重要但却没有吸引太多注意的结论：在2000年3月，15只非科技类大公司的股票并没有被过高定价。这是一个科技泡沫，简单而纯粹——市场上的其余股票大部分未被牵涉。直到2002年安然公司爆出利润丑闻之前，非科技类股票的价格都没有真正下降，这些股票在2003年底已经全面复苏，而那时科技类股票的价格比泡沫时期仍然下降了超过60%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

5.8 预测科技类公司利润增长率的愚蠢行为

在《大盘科技股是傻瓜的赌注》一文刊登一年后，马克斯又询问我是否愿意续上一篇。我很不情愿地照他的话做了，心里很清楚要想像上次那样幸运地在市场高峰时期做出准确预测实在是不太可能。

我在文中写道，尽管科技股在上一年度遭遇滑铁卢，但对这些公司未来 3~5 年利润增长率的预期并没有改变。在过去 12 个月利润大幅下滑的情况下，我认为仍然保持怪异的乐观预期毫无道理。我在开头这样写："你也许认为纳斯达克指数的骤然跌落已经使华尔街认识到他们的分析家过分鼓吹了科技部门，不过事实上他们关于大型科技类公司长期利润的预测仍然很不现实。即便今天的股价已经降低了很多，但实际上许多科技类股票仍然处于过高定价的状态。"这篇文章被命名为《那么大盘的科技股依然是糟糕的赌注》（我说服了马克斯把"傻瓜"换成"糟糕"）。我指出了华尔街的利润预测有多么糟糕：在 2001 年 1 月 9 日，上个季度结束后 9 天，分析家估计 2000 年第四季度科技部门的营业利润为每股 10 美元，然而 6 个星期以后当所有的利润都计算完毕，这个数字又变成了每股 7.69 美元。如果分析家们在为一个刚刚结束的季度估计利润时都可以偏离近 25%，那么投资者对他们关于下一个年度，甚至是未来 3~5 年的预测能抱有多大信心？在瞬息万变的科技部门中预测利润已经变成了拙劣的射击。高市盈率只应该属于那些能够稳定地保持较高长期增长率的企业，而科技类公司显然不在此列。

5.9 第五课：在泡沫中不要卖空

读了上面的警告和建议，许多人一定会认为我通过卖空网络和科技类股票发了大财。不过事实上我对卖空这些股票一点儿兴趣也没有，也不建议普通的投资者这样做。即使投资者在长期中是百分之百正确的，他在短期中也有可能犯错。

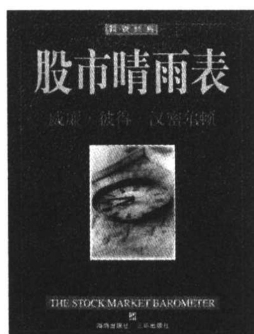
每一个了解金融市场常识的人都知道，持有一只股票的空头要承受一定的风险：你可能遭受的损失是无限的，而最大可能的收益则是既定的，即最多不过是你卖出的股票价值。卖空者的损益与股票持有者相对应，后者的可能收益是无限的，而所能遭受的最大损失是他为购买股票所投入的资金。这意味着卖空股票的交易者会被要求建立一个保证金账户，经纪公司不断地调整空头头寸的价值，当卖空的股票价格上升时，投资者会被要求向账户里添加保证金，如果此时他无法提供资金，头寸会按照市场价格轧平。

很可能一只股票确实被高估了，但是观点在长期内正确并不能保证其在短期内不会有失偏颇。如果你卖空一只股票而其价格持续上升，那么你可能会陷入无法为保证金账户提供足够资金的窘境。事实上，经验表明卖空者几乎在所有的泡沫中都会被榨干。一些投资者在股价超过"恰当的"水平时开始做空头，如果价格迅速得到纠正，他们就可以赚钱，不过泡沫持续的时间和膨胀的程度通常都超过卖空者的预期。随着股价的持续上升，大多数的空头头寸都难以维持，最终只能在亏损的情况下被轧平。

轧平空头头寸需要购回借来的股票，在"动量投资者"已经大量买进的情况下，这种加大股票需求压力的做法无异于火上浇油，经常会导致股价的爆炸性上升。

一种流行的说法认为泡沫会在所有空头都被轧平时达到顶峰。同时，卖空者中间那些拥有足够资金和钢铁般神经的人最终会得到奖赏。而对于其他人来说，最好的建议是站在外面欣赏这场演出，不要到舞台上去凑热闹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《股市晴雨表》

【美国】威廉·彼得·汉密尔顿（1867~1929）

如果说华尔街是个总蓄水池，收集着全国每一条细小的资本流，那么它也是个票据清算中心，处理着关于商业事实的每一条信息。我们应该不厌其烦地强调，股市的运动是从这些积累的信息中演变而来的，这些信息的范围包括建筑和房地产、银行结算、企业破产、货币状况、国外贸易、黄金流动、商品价格、投资市场、农作物状况、铁路收益、政治因素和社会条件，所有这一切还与其他事物有数不清的关联，每个因素都会对股市产生微小的影响。

此处可以看到我们在前面讨论中提出的论断是多么的正确：在华尔街没有人能了解所有的事实，更不要说这些事实的含义了。但是公正而无情的股市晴雨表却像水银柱记录大气压那样把它们记录下来。股市的运动从来不是偶然的，而且我记得自己曾经指出，歪曲股市的运动以进行欺骗是不会有任何好处的。这一切必然是受某种定律所控制的，我们现在的目的正是要看看自己能否有效地把它归纳出来。乔治·W·凯布尔在多年以前曾说过："我们所说的机会或许就是某种定律的机理，这种定律如此浩渺，以至于我们一生中只能一两次触摸到它的轨迹。"

我们不必让自己迷失在宿命论和先验论的泥沼里，也不必把威斯敏斯特大教堂的忏悔视为一种荒唐行为，认为生命只是一个接一个的令人诅咒的事。但是我们应该明白，命令是上帝的第一定律，而股票交易所或其他地方的有机社会总倾向于遵守这个定律，即使独立的个人智慧并不足以掌握它。

——引自《股市晴雨表》



提起查尔斯·道，或许很多人会感到陌生，但是如果提起由道琼斯和世界著名金融类报刊《华尔街日报》，大多数投资者一定是耳熟能详。这两家公司，正是与查尔斯·道这位技术分析流派中的先驱者有着千丝万缕的关系，而其在《华尔街日报》上利用统计学原理，把各品种进行分类，进而衍生出利用综合类指数观测市场的先河，更是被称为画龙点睛之作。查尔斯·道是纽约道琼斯金融新闻服务的创始人，曾在《华尔街日报》上写了许多社论，讨论股票投机的方法。威廉姆·彼得·汉密尔顿在查尔斯·道的指导下进行研究，他是当时"道氏理论"最佳的代言人。大多数技术分析人士以及市场研究者一致认为，今天我们称之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为技术分析的许多东西源自查尔斯·道在 20 世纪初首先提出的各种理论。即使面对当今成熟的电脑技术，以及更新的而且据说是更好的技术指标不断繁衍，道氏理论仍然形成了技术分析研究的基石，而这一切应该部分归功于威廉姆·彼得·汉密尔顿。

查尔斯·道过世后，1903 年汉密尔顿接替他担任《华尔街日报》的编辑工作，继续阐明与改进查尔斯·道的观念。1922 年，他出版了《股票晴雨表》一书，书中集中论述了道氏理论的精华，并使道氏理论具备了较详细的内容与正式的结构。这部投资经典著作最早出版于 1922 年，威廉·彼得·汉密尔顿在本书中提示了道氏理论的精髓和复杂性，是现代道氏理论得以发展的源泉。





对于经济与股市的关系，不同的人有不同的看法。有些人认为股市是经济的晴雨表，股市的变动能很好的预示经济未来的变化，这种观点目前在学术界还是比较盛行的。如果说股市是商业的晴雨表，那么道琼斯平均指数就是股市的晴雨表。1902 年，为了纪念道氏的死去，《华尔街日报》的编辑将其在日报中的评论文章稍加整理后，出版了《投机初步》一书，至此，“道氏理论”第一次展现在世人的面前。而后，在经过查尔斯·道的两位衣钵传人威廉姆·彼得·汉密尔顿与罗伯特·雷亚的研究后，道氏理论也渐成章法，1922 年，威廉·彼得·汉密尔顿曾对查尔斯·道的基本原则进行了分类，并将其发表在一本名叫《股票晴雨表》的书中。汉密尔顿奠定了被广泛使用道氏理论的基础，确立了道氏理论——查尔斯·道创建的“股市晴雨表”——的最终形式，为我们预测股市运动、正确认识股市中各种行为的影响力提供了一种实用的工具。

汉密尔顿提出股市是经济的晴雨表这一观点对于投资者而言，通过预测经济的发展来决定投资策略就变得非常理想；而对经济工作者而言，通过观察股市就可以提前预知经济的变动，从而为下一步决策做准备。在运用平均指数预测商业前景时，汉密尔顿和那些采用历史统计数据来预测的人们展开了激烈的辩论。汉密尔顿指出，股票的价值是建立在基础价值和发展前景二者之上，那些统计学家通过资料确定的股票价值，只是基础价值，而上市公司的发展前景靠统计资料根本无法做到，这也是为何专家的预测和股票的市场表现往往差异甚大以及商业统计数据总是落在市场运动后面的原因。作者的观点，其实就是赞成尊重客观事实，把一些投资者无法或者难以预测的方向性问题留给市场解决。

汉密尔顿认为许多肤浅的市场研究者没有理解这张“晴雨表”的前提假设。他们仅仅抓住了这一理论的若干枝节并将视其为通向荣耀和财富的探路石。另一些人发现这张“晴雨表”并不完美，开始着手对其修正。他们对对传统的道氏理论敲敲补补，试图发现奇妙的公式，从而避免道氏理论时不时的失灵和人们对它的失望。很明显，他们忘记了股价平均指数充其量只是一个平均数而已。道氏理论本身并没有多大的错误，错误的根源在于那种想要发现一个简单的、普遍有效的公式——一套不管高、矮、胖、瘦，而适合每个人的测度标准的企图。

本书最大的特点是用大量事实来论证道氏理论。通过对比道氏理论在事前的预测和随后出现的事实，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

把这一理论的正确性、实用性和强大的生命力尽显无遗，同时也表现出作者本人和查尔斯·道一样具有严谨的治学作风和无畏的追求精神。他们建立和发展了道氏理论，却并没有止步于此，而是勇于把自己的理论拿到实际的市场中去，实践和验证它。1929 年 10 月的《华尔街日报》上，道氏理论成功预测了股市的崩盘下跌。从而，奠定了其西方经典技术分析领域中的本宗地位。汉密尔顿的《股市晴雨表》一书也影响甚广，雨果证券公司和维克交易投资公司总裁维克多·斯普兰多曾经说过：“任何关于市场运行本质的理解都是以本书为基础的。我可以坦率地说，我在过去的市场交易中所取得的成功有 75%要归功于这种思想。”



一种市场预测的工具



我们现在所处的时代把任何旧事物（不幸的是还包括人）都视为过时的、无用的和不相关的。我们的社会崇尚新事物，可新事物的寿命却又如此的短暂。

这种“轻视过去”的思想也在我们的金融市场传播开来。实际上，今天的共同基金的经理们几乎没有人认为研究股市的历史是一项值得一试的休闲活动。毕竟，今天的股市是一个极其复杂多变的动物，与五年或十年前的股市都很少有相似之处，更不要说世纪之交时的情况了。为什么要浪费时间研究过去，寻找根本不适用于今天的市场的工具呢?只有适合于股市暴跌情况的投资工具才是有用的，不是吗?

近百年以前查尔斯·道和威廉·彼得·汉密尔顿所处的时代并不存在股市暴跌的情况，然而他们二人创建并完善了一种市场预测的工具，现在仍然是我在华尔街所见过的最好的预测工具。

15 年前我作为《道氏理论预测》投资新闻通讯的编辑开始了自己在投资业的职业生涯，也是在此时首次接触到道氏理论——威廉·彼得·汉密尔顿在本书中讲述的“股市晴雨表”，其创建者是查尔斯·道。那时我感到有些惊讶，因为我发现自己的新老板在进行市场预测时所使用的最主要的工具竟然产生于世纪之交的时代。我当时显然认为，只注重道琼斯工业和运输业平均指数（运输业在汉密尔顿所处的时代被称为“铁路”）的运动的理论过于简单，在今天这种复杂多变的股市中几乎不具备什么预测能力。

15 年以后的今天我要在此对读者说，如果你仅根据道氏理论分析市场的趋势，将会比华尔街大部分“专家”干得更出色。不要误解我的意思：《赫伯金融文摘》在评价 1997 年 6 月以前五年内的市场预测机构时将《道氏理论预测》排在前五名之列；至于以前 15 年的成绩，《道氏理论预测》在所有的市场预测机构中位居次席。如果排除那些依靠保证金账户提高收益率的机构，它的排名将跃居首位。《道氏理论预测》在进行市场预测时只使用道氏理论，它的不凡业绩可以让你体会到这种理论的强大力量。

汉密尔顿在《股市晴雨表》中非常清楚地说明了隐藏在道氏理论背后的基本原则：

·任何人所了解、希望、相信和预期的任何事都可以在市场中得到体现。

·市场中包含三种趋势——短期趋势、次级趋势和基本趋势——只有基本趋势才是对长期投资者真正有用的。

·道氏工业和运输业平均指数的运动是分辨市场未来趋势的关键。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是本书不只是道氏理论的蓝本。汉密尔顿在许多问题中加入了自己的思想，其中包括市场操纵行为（“在一次重要的牛市或熊市时期积极向上的力量将压倒市场操纵行为，这是后者无法比拟的”）；投机行为（“投机行为消亡之时就是这个国家消亡之日”）甚至包括政府的管制（“如果说过去的十年中有什么值得公众牢记的教训，那就是当政府干预私人企业的时候，即使这个企业的宗旨是发展公用事业，其结果也将是无法估量的损失和微乎其微的收益。”）。尽管本书写于几十年前，其中的许多观点在今天仍保持着新鲜的活力，这或许能给读者留下深刻的印象。

我确信汉密尔顿把“晴雨表”作为本书的题目是经过仔细考虑的。晴雨表预测天气的准确性有其自身的局限性；与此类似，汉密尔顿也明白任何预测市场运动的工具（包括道氏理论）都有自己的缺陷。他写道：“上帝不允许我创建一个经济学派以誓死保卫整个世界围绕平均数规律波动前进的理论”。

然而不管怎样，道氏理论已经通过了最重要的检验——时间的检验。如果你正准备认真地研究投资活动，就必须让自己“回到未来”，那么请阅读汉密尔顿的《股市晴雨表》。（查尔斯·卡尔森）



正确的投资方法

前段时间看过的某些投资书籍有一些共同特点：通篇充斥着貌似高深的学术词汇；标榜所运用统计分析等现代科学方法，以强调系统性、一致性交易和心理控制等为卖点，顺便宣传一下作者的培训班或者会员招收计划；作者自身的交易经历和成绩一般不谈，谈也是说些无关痛痒的；暗示或者明言，读者如果按照书中内容学习或接受进一步指导，将会找到通向投机成功之路。

果真如此吗？一些人声称此类书对于自己完成交易理念转化起了关键性作用，从中受惠良多，给予这些书很高的评价。我们当然相信这些人所讲俱是肺腑之言，对这些书所包含的价值也丝毫不加以怀疑，但是这并不能阻止我们提出合理的疑问。首先，为何作者向读者描绘一副美丽的玫瑰色未来前景，自己却不能应用这套方法在投机市场获得成功呢？

创作一本有价值的投资书籍，并不需要作者具有卓越的交易经历，也不见得非得运用前沿的科学分析方法。让我们来看看技术分析的鼻祖——道氏理论。道氏理论诞生于100多年前，距汉密尔顿集成道氏理论的名著《股市晴雨表》一书出版也有80年了。这本书及其所阐述的理论经历住了时间的考验，历久弥新，愈显其价值。历史的成就不该被埋没，当我们再遇到那些把预测建立在统计分析基础上的信誓旦旦的观点和方法，并对此类观点是否值得信赖感到困惑和疑虑时，重温一下80年前的那些争论，会得到很多有益的启示。

汉密尔顿不鼓励普通投资者买卖股票，但他仍然积极地面对投资所要面临的问题。如果在阅读本书之前，先读一下最后一章“对投机者的一些建议”，会对作者的观点有一个基本的了解，其中大部分观点放到现在来看也是颇有见地。比如在讨论向下摊平的操作方式时，作者指出：杰伊·古尔德这种大交易者的确采用了这种方法，但是他们的行动是经过深思熟虑的，他们通过自身的买进就可以影响股票的价格，而这对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那些需要用股价波动来检验自己判断力的小投机者来说是痴心妄想。对于止损，作者说到：如果你买进股票后发现它迅速下跌，那么你此前就没有考虑周全。只要你仍然错误地持有它，就不能对它进行公正的分析，你无法采取一种清楚的公正态度，除非你退出来客观地对待它。对于资金管理，作者提醒：投机者可以避免从一开始就陷入财务困境中，方法是把自己的交易限制在与资本相比较为合理的水平上。这个水平能使他保持情形的判断力，能够在遭到损失后迅速退出来，或者在上涨时积累利润，或者把投资转向其他股票。当我们超过自己的能力去冒险得到某种以前没能得到的东西时，赌博就已经开始了。在盈利上，作者也颇有见地：投资者随着股票的上涨而增加持有量，市场每上升一次他的安全系数就会增加一分，只要他的"金字塔"没有建得太高，持有量不会使他成为别人攻击的目标，并且设定了停损指令，那么这个投机者挣到的钱很可能让自己大吃一惊。

技术分析从根本来说是一门实用科学，无论理论多么前沿、多么高深，如果完美最终只是停留在理论层面，不能用简单实用的方式表达出来，那就难以应用于实际交易，违背了实用的原则。用艰深的学术术语来掩饰内容的浅薄，以此蒙混过关，在当今似乎成为一种潮流。过度专业化代表一种思想上的僵硬不化，毕竟投机游戏不完全是数学和一套套的规则。如果说具有洞察力的人观察事物的方法，是能够剔除不相关因素的干扰，迅速把握事物的基本思想。那些理论工作者，则易于被表面的相关性所迷惑而过多引入无关紧要的东西。

回顾《股市晴雨表》，再来对比当今的交易类书籍，更能让人有这种感受。从某个角度来看，艾略特波浪理论是对道氏理论进行了精加工，但是实践的结果是：波浪理论在事后总是可以自圆其说，但事前应用往往不尽如人意。当投资者需要面对交易中的问题时，最好的办法就是直接面对，回顾问题产生的来龙去脉。构筑空中楼阁的做法危害的不仅仅是时间和金钱，还会干扰投资者寻找正确的投资方法。（佚　名）



道氏理论的完善者



现在人们说起"股市是宏观经济的晴雨表"朗朗上口，第一个提出上述观点的人是被人们认为是美国有史以来靠统计赚钱最多的巴布森，在 1929 年大崩溃的前两年，巴布森便劝人抛售股票。第二个将晴雨表用之于股市的是威廉·彼得·汉密尔顿。

威廉·彼得·汉密尔顿大学毕业后成为一名财经记者，与查尔斯·道处于同一个时代，他把整个职业生涯献给了金融杂志业。查尔斯·道是技术分析流派中的先驱，1882 年，他与合伙人爱德华·琼斯创办了道琼斯公司。1985 年，查尔斯·道创立了股票市场平均指数，对后世影响极大。然而，他一生不曾为其理论著书立说，他把他对股票市场行为的理念写在了 20 世纪初出版的《华尔街日报》的一系列社论中。其在金融分析界中，最为杰出的贡献，其实是在其死后为人所广知的。1903 年，查尔斯·道逝世后，汉密尔顿将他的技术分析方法做了总结，命名为"道氏理论"。该理论认为，股票价格运动有三种趋势：基本趋势、修正（次级）趋势和短期趋势。在这三种趋势中，长期投资者最关心的是股价的基本趋势，投机者则对股价的修

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

正趋势比较感兴趣，短期趋势的重要性较小，且易受人为操纵，因而不便作为趋势分析的对象。人们一般无法操纵股价的基本趋势和修正趋势，只有国家的财政部门才有可能进行有限的调节。股票市场波动的这三种趋势，与海浪的波动极其相似。潮汐、波浪、涟漪分别代表着市场的主要趋势、次级趋势、短期变动。在汉密尔顿手里，道氏理论十分准确地预测了市场变化。

汉密尔顿和道氏理论的创始人查尔斯·道都不参与股票买卖，他们都是以旁观者的眼光来观察股市的运转。预期和成长性确实是股市的灵魂，投机和泡沫是股市的兴奋剂。用威廉·彼得·汉密尔顿的话来说，“只要市场和股票存在，泡沫、投机和不公平也必定存在”。汉密尔顿承认有许多人在股市取得了成功的同时，仍对一般民众是否应该买卖股票持谨慎态度，因为实际情况是多数人在股市中是失败者。在牛市的时候，多数人都能赚到钱，但是到了不可避免的熊市来临时，那些牛市所累积的利润是否能够支付熊市的开销，是很难讲的事。当然，投资者如果能在牛市结束时及时收手，躲过熊市的下跌，在下次牛市来临时再入场，那就可以保存已有的利润，并能不断累积财富。问题是，这种事情连专业机构都不一定能处理好，又怎么能寄希望于普通投资者会做到呢？汉密尔顿对民众买卖股票持谨慎态度，这种务实的观点在今天看来也是值得称道的。

1908 年，汉密尔顿成为《华尔街日报》的第四任主编。他曾著文剖析投机家基恩炒作美国钢铁公司股票，让基恩疑神疑鬼，以为汉密尔顿派了卧底在他身边。1929 年 10 月 25 日，市场崩盘前夕，他在《华尔街日报》发表了名为《趋势变了》的文章，文中写道：“按已故的查尔斯·道的众所周知的、用道琼斯移动平均线考量股票市场运动的方法而论，10 月 23 日星期二，20 只铁路股票的表现进一步确认了两天前工业股票所显示出来的熊市特征”。1929 年 12 月 9 日，汉密尔顿逝世。



第一章 周期与股市记录



已故英国经济学家威廉·斯坦利·杰文斯以其毫不造作的个人品质使作品具有很高的可读性，他曾经发表一个理论揭示了商业恐慌与太阳黑子之间的联系。他给出一系列数据，最早可追溯到十七世纪初，这些数据表明两种现象之间具有明显的巧合性。由于缺少可信的太阳黑子数据，他出于人的常情和偏好而降低了二百年前那次特别不光彩的商业幻灭的重要性。1905 年初，我曾在《纽约时报》发表文章专门评论过杰文斯的理论：虽然华尔街从心底里相信恐慌和繁荣的周期性，但是它在剧烈波动时并不在意太阳黑子的数目是否已经足够。年轻人是鲁莽的，不相信任何说教。或许更客气一点的说法是，这种偶然的周期性联系毫无意义，正如总统大选和经济飞涨的巧合性一样。

周期与诗歌

许多经济学教师和不耻下问的谦虚的经济界人士都很相信人世间的周期性，这种信仰是复杂的、合理的。人们无需理解爱因斯坦的相对论也可以发现，整个世界的道德水准是不可能直线发展的。这种运动可能更接近于我们的星球围绕太阳所走过的历程：它在众多星体的簇拥下正在向织女星系靠拢。诗歌显然也相信这种周期理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

拜伦在《恰尔德·哈罗德游记》中有一段精彩的论述，确切地说应该包括从省字符之前到"米特拉之塔"的段落。拜伦的周期如下：

"人类所有的故事都表明同一个主题
不过是过去的再现而已；
首先是自由和荣誉；
当这些消失之后，
财富、罪恶、腐败和野蛮终于到来，
而历史虽然其容量无边无际，
内容却如出一辙。"

恐慌和繁荣似乎各有自己的周期。任何对近代历史有实际了解的人都可以列举出我们的恐慌岁月——1837年、1857年、1866年（发生在伦敦的奥弗兰－戈尔尼恐慌）、1873年、1884年、1893年和1907年，如果愿意也可以加上1920年的紧缩时期。这些恐慌至少表明了它们之间的间隔并不相同，大体在10~14年之间，总的趋势是明显地越来越长。我们将在下一章分析这种周期理论，探讨其可能具有的应用性。

周期性

但是这种理论的实用主义基础（至少是它实际使用的假设）依赖于人性本身。繁荣将促使人们过于狂热，作为对这种行为后果的忏悔，随之而来的将是萧条。在绝对恐慌之后的黑暗岁月里，工人会为其得到的任何东西而感谢上帝，并从很微薄的工资中留出一部分节余，而资本也将满足于微薄的利润和迅速的收益。正如美国大部分铁路公司在1893年恐慌之后的机构重组一样，重新调整的时期将是不可避免的。我们最近已经觉察到：我们的收入超过了支出、货币变得很便宜、冒险的风气甚嚣尘上。我们从一个毫无生气的安静的经济时期走入真正的经济活动之中，而后者又逐渐演变成泛滥的投机行为，高利率、高工资和其他类似的经济症状已经十分明显。在经过一段时期的美好岁月之后，发展的锁链目前已经到了它最脆弱的边缘。1907年的崩溃表明：萧条将笼罩股票市场和商品的价格，随之而来的是大范围的失业，储蓄银行的储蓄额通常会出现实际的增长，但是冒险事业所需的资金是绝对无法得到的。

对晴雨表的需求

请再读一遍拜伦的诗，看看其中是否存在类似的暗示。如果我们根本不具备诗歌的这种想象力，那么经济讨论还有什么价值呢？然而不幸的是，危机正是由于太多的想象力而造成的。我们所需要的是一种没有思维能力的晴雨表——价格指数和平均指数，已使我们了解自己正在走向何处，可能会遇到什么情况。股票交易的平均价格在所有的晴雨表中是最公正、最无情的，因此也是最好的。这些指数所包括的内容不尽相同，早期的证券种类更少些，但是道琼斯新闻机构三十多年来一直对此进行记录，从未间断过。

阅读这些指数有一种卓有成效的方法，尽管阅读本身有时会让乐观主义者和悲观主义者都感到不舒服。晴雨表预测到坏天气的时候并不需要现在的天空布满乌云。心怀幻想是没用的，因为可怜的布朗夫人在后院种植的作物将被暴雨摧毁。我在过去的许多年中一直试图在报刊上讨论这些平均指数——由已故的《华尔街日报》的创建者查尔斯·道提出的理论。或许现在评论分析价格运动的方法是如何地屡试不爽尚为时过早，但是任何敢于进行这种讨论、观看这种晴雨表的人都不会忘记因为没有预测到布朗夫人的遭遇而产生的深深的自责。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

道氏理论

道氏理论非常简单。他认为在股票市场的发展过程中同时存在着三种运动。最重要的是基本运动，例如开始于麦金利重新当选为总统的1900年并于1902年9月达到极限的牛市；1901年的北太平洋铁路公司股票抛售事件造成了著名的股市恐慌，而股市并未因此停止发展，只是稍作调整而已；或者产生于1919年10月并在1921年6~8月间达到极限的基本的熊市时期。

经验表明：这种基本运动所经历的时间至少在一年以上，通常还要长得多。与此相伴随（或者说在此过程中）产生了道氏理论的次级运动——在基本的熊市时期的剧烈反弹或者在基本的牛市时期的剧烈下跌。1901年5月9日的股市暴跌就是后者的一个十分显著的例子。在这种次级运动中，工业板块（与铁路相分离）可能比铁路板块恢复得更快，铁路板块也可能取得领先地位，而20种活跃的铁路股票和20种工业股票分别作为一个整体在一次基本运动中齐头并进交替上涨的情况也并非不可能发生。在1919年10月开始的漫长的熊市期间，铁路板块的成绩较差，与工业板块相比极不活跃，受到了人们的冷落。这显然是因为它当时的所有权归政府所有并取得了政府的担保，实际上成了投机活动无法涉足的领域，不能对投机性的晴雨表施加正常的影响。一旦取得私人所有权地位，它们势必将重新拥有过去那种重要性。

道氏理论的含义

正如道氏指出的那样，在股票市场的基本运动和次级运动的过程中自始至终都存在着一种明显的日常波动。正是从这个意义上说，平均指数对于个股的投机活动具有欺骗性。如果投机者根据平均指数做出判断，认为股市将在1901年5月出现一次次级下跌运动，并以此为基础在所有的股票中选择北太平洋股票进行卖空，那么他的遭遇会怎样呢?有些交易者正是这样做的，可是如果他们能在65点时回购平仓就已经很幸运了。

道氏理论在实践中引申出许多含义，其中被证明是最正确的一个含义是，两种平均指数能够相互验证：在任何一次基本运动甚至次级运动中二者都能保持一致。仔细检查这些平均指数可以发现，它们经常在许多周内在一个狭小的范围内波动。例如工业平均指数不会低于70点或超过74点，而铁路平均指数在73~77点之间。这在技术上被称为“线”，经验表明它预示着一定时期的抛售或囤积行为。当两种平均指数高于这条线的最高点时，预示着较强劲的牛市力量。它可能成为熊市中的次级反弹，也可能像1921年那样发展成基本的牛市运动，一直持续到1922年。

然而，如果两种平均指数跌到最低水平以下，显然意味着股票市场已经达到气象学家所说的“饱和点”降雨会随之而来——牛市中的次级下跌运动或者像1919年10月那样发展成一次基本的熊市运动。1914年股票交易所封关以后，用来进行对比的工业股票从12只上升到20只，这似乎会使平均指数变得更复杂，尤其是像通用电气这样的股票的运动十分引人注目，使工业指数的波动比铁路指数的波动显著得多。但是平均指数的研究者们对20种股票的历史进行分析之后发现，这20种股票的波动与最初12种股票的波动记录在以往的日子里几乎每天都是完全一致的。

道琼斯平均指数的标准

尽管模仿者不计其数，道琼斯平均指数仍然是通行的标准。阅读它的方法也是数不胜数，却没有一种方法可以像道氏理论那样经受得住考验。它们的弱点在于被表面的相关性所迷惑而引入了一些无关的东西。一直有人试图把销售额加入进来并在阅读平均指数时把它与商品指数联系起来，但这是完全不必要的，因为平均指数显然已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经把这些因素考虑在内，正如晴雨表会考虑到任何影响天气变化的因素一样。价格的运动代表了华尔街的整体知识，最重要的是它代表着华尔街对未来事件的整体理解。

在华尔街没有人是无所不知的。据我所知，在亨利·H·罗杰斯的时代曾出现过一种被称为“标准石油板块”的办法，它在许多年里对股票市场的预测一直是错误的。拥有“内部信息”是一回事，了解股票将如何据此进行运动则是另一回事。市场代表着任何人所了解、希望、相信和预期的任何事，而所有这一切又正如参议员多利弗在美国参议院发言时引用《华尔街日报》评论所说的那样，最终都变成了市场的无情的判决。



第12章　预测牛市

让我们继续来研究股市晴雨表的重要的预测价值。如果我们想要论证道氏价格运动理论的正确性，或许应该在此提到《华尔街日报》在1907~1908年不定期发表的分析股市平均指数的文章。这些文章记录了一段历史，出于个人的原因，我对它们的印象十分深刻，已故的塞雷诺·S·普拉特先生是一位具有丰富的经济学知识、个性突出又非常能干的报业人士，他在1907年末辞去了《华尔街日报》主笔的职务，转而担任纽约商业协会的秘书。

非个人观点的社论

报纸的社论是不署名文章，其中的个人因素远远低于公众的观点或政治家的假设。当然，编辑不仅要向报纸的所有者保证对此承担个人责任，还要根据法律对此承担民事和刑事责任。在必要的时候，他写的社论要受到专门负责某些问题的专家们的审查，而后者写的话反过来又要经过编辑的修改。任何一个运转良好的报纸在发表一篇社论之前，都会让几个胜任的人先对它进行分析和评论。我在1908年初接替了普拉特先生，但是我也无法指出社论对平均指数的分析在多大程度上体现着个人的观点，虽然编辑会不自觉地用自己的方法影响他的下属。无论如何，普拉特和我在分析平均指数时采取了同样的方法，这种方法是从报纸的创建者查尔斯·道那里继承来的。

考察熊市末期的情况

我记得在前面提到过，1907年出现了一次短暂却很严重的基本的熊市运动，实际结束于这一年的11月21日。在11月的最后一个星期，工业股票出现剧烈的反弹，看上去似乎是熊市中的次级反弹，股市晴雨表面临着最困难的问题，即揭示市场运动的方向。《华尔街日报》在12月5日写道：

“20种铁路股票的平均指数在11月21日达到了它的最低点81.41点，昨天强劲的股市报收于89.11点，其间的涨幅为7.70点。在这10个交易日里，只有两天是下跌的。这很显然是一次反弹，或许它来得太突然了，尽管目前的价格在很大程度考虑了未来出现交易收缩的可能性。”

12月23日的社论内容是一周以来的基本发展情况，也顺便提到了平均指数问题。作者似乎只是感觉到而不是肯定地认为将出现变化，对此进行预测将是不谨慎的，他写道：“我们将会发现，铁路股票平均指数的运动是非常典型的。从7月20日到11月21日，它下跌了26点；接下来的两周内它又上升9点，然后在十天之内下跌4点，最后在上周又上升了2点。这实际上是一种逐渐缩小的钟摆运动，正在走向平衡。”

自我纠正的晴雨表

在进一步讨论之前，我们有必要先谈谈次级运动。上面这段话已经给出了一个简单而具体的例子，足以满足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目前讨论的需要。我们可以发现，次级反弹之后出现的次级下跌不会再重新回到反弹之前的最低点，而且历史记录表明，12 种工业股票（当时的平均指数仅包括 12 种股票）的运动是基本一致的，能够相互验证。如果想研究次级运动的含义和功能，那么引文中的最后一句话或许是最好的总结。可以认为，我们的晴雨表正是以这种方式进行自我调整的。在熊市即将发生变化的转折时期，各种信息纷至而来，人们的观点异常混乱，只能逐步达到有序状态。在这以后，投资者和投机者们总是要预测股市运动，而且通常都会把预测的期间定得太长。

预言实现得太快

人们有时在华尔街受到损失是因为他们的预言实现得太快，这方面的例子多如牛毛。我记得有这样一个非常狡猾的大厅交易员，在麦金利重新当选为总统之前的 1900 年夏天，也即是牛市刚刚出现的时候，他是一家活跃的套利经纪人公司的合伙人，这家公司现在早已不复存在了。外行人可以这样认为，套利经纪人公司是（或者曾经是）一种通过电缆与伦敦市场相联系而进行交易的经纪人公司。由于纽约的上午相当于伦敦的下午，而两地交易所的价格会由于日常波动出现差异，因此套利经纪人公司可以利用这种差异获得利润。但是在那个不景气的夏天，它们也和其他人一样并没有多少业务。它们的总交易量在繁荣时曾达到每天 300 万股，而此时却严重地下降到每天不足 10 万股。

然而，路易斯·沃姆瑟却在这种条件下保持着一名大厅交易员所能达到的最大限度的活跃性。他在整个夏天里一直都信心十足，其他交易员抱怨说，他四处跑来跑去，极力争夺任何一种暂时活跃的股票的市场。作为一名大厅交易员和股票交易所会员，他完全有权力这样做。市场直到大选的最后几个星期才开始恢复元气，而此时的沃姆瑟已胜券在握；市场的上扬只能让他获得更多的利润，我想他或许根本没有想到自己能够领导潮流。股票市场在大选结束后的三天内强劲增长，或许这种增长过于强劲，促使他认为麦金利重新当选总统的效果已经在牛市中得到了充分的体现，于是他转而预测将出现下跌，由此使他损失的钱可能相当于他此前 5 个月内挣到的所有利润。我们说过，这次牛市直到 1902 年 9 月才告结束，尽管中间受到过北太平洋铁路公司股票抛售事件的严重影响。这个例子向我们展示了这样一个投机者形象，虽然他只能发现众多因素中的某一个因素而市场却能把它们全部考虑进去，但是他却不愿意相信晴雨表。实际上，沃姆瑟在市场受到限制的时候的出色表现（即在较小的市场容量中占有较大份额）使他毫不奇怪地认为，市场是由他一个人构成的，在市场上扬之前有时也的确如此。

令人振奋的预测

让我们重新回到 1908~1909 年牛市上来。《华尔街日报》早在 1907 年 12 月 25 日就已开始明确地预测到这次牛市，它写道："我们已经看到了这一年所能达到的最低价格。"1908 年 1 月 10 日，当整个国家仍然对 1907 年的情况感到不安时，当票据清算中心的活动还很活跃时，《华尔街日报》以晴雨表为依据得出了将出现明显反弹的结论。在谈到这次预备性运动时，它说自己"认为这是一次剧烈的波动，它产生于一个非常低的起点，然后朝着相反方向长期发展下去"。这个清楚的预测很令人振奋，保守型的商人们正在逐渐学会通过全面分析股市晴雨表来进行预测。我们必须牢记，道氏理论的目的并不是赢得投机性游戏的胜利，它也不是一种百战百胜的战胜市场的方法。实际上，分析平均指数时必须专心致志，一旦想法过多，得出的结果将富有欺骗性。我们都知道，当新祭司触摸到巫师的短杖时，他很可能促使邪恶的事情发生。

剖析崩溃的原因

牛市在刚刚形成的时候不会得到人们的认可，这时进行预测绝不是件容易的事，想要使预测具有某种确定性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就更难了。我们曾在前文着重强调，1907年的商业崩溃是非常突然的。《华尔街日报》在1908年1月24日的社论中回顾了当时的情况和惊人的变化：

"例如，美国商业的钟摆从极度繁荣走向极度虚弱的速度是很惊人的，情况几乎在一夜之间从一个极端走向另一个板端。就在恐慌以极大的力量笼罩华尔街以后，一家强大的铁路公司的高级官员还对外宣布，他的公司在前一天的货运量达到了最高点；三周以后，这位官员又对外宣布，公司的业务突然之间消失了。类似这样的例子多得不胜枚举。华尔街的恐慌自产生以来只有三个月，而这已经足以让我国的经济状况发生革命性变化了。三个月以前的车辆还不能满足货运需要，而现在铁路沿线和终点站却停放着数以万计的空车厢。三个月以前的钢铁交易还处于最活跃的状态，而需求的消失和工厂的关闭仅用了5到6周的时间。如果我们用图表束描述钢铁产量在过去十周内的情况，它将是一条接近于垂直的曲线，产量的下降竟是如此突然，如此猛烈。"

确认牛市

1907年冬天和1908年春天，我国的商业显然正处于最萧条的阶段，这段时期股市晴雨表得出的推断都预示着牛市的到来，与上面的引言相互补充、相互对照。萧条已经得到了确认；然而股票市场行动的基础并不是当前事件而是它能预测到的一切事实，这一点还从没被人们接受。我们可以发现，《华尔街日报》在上述引文中介绍了当时已知的事实。一个著名的图表显示当时正处于萧条的最低点，直到下一个11月份才恢复到正常状态，开始出现确定的扩张区域。然而股票市场早在12个月以前已经预见了这个事实，当一切仍处于朦胧状态的时候，晴雨表令人信服地看到了复苏的迹象。

谴责这种"无聊的"复苏观点

回想起自己当时所承担的责任，我必须感谢道氏理论，是它的正确性使我在恶毒的攻击面前挺了过来。肇事者总认为华尔街是不可饶恕的，因为当他犯错误时华尔街总是正确的。当时全国上下充斥着形形色色的理论、要求限制、控制、管制和压制商业活动。人们普遍都有一种不满心理：这是一个失业的冬季。我收到的许多来信都以最极端的语言谴责股市的乐观态度，现在听起来很滑稽，但是在当时却是非常严肃的事。我们似乎成了乡村集市上的"机灵鬼"，把头从一个洞里伸出来，任何愿意付一点钱的人都可以攻击他。最轻的指责认为华尔街"在罗马处于大火之中时却对此不闻不问"，而普遍的观点都认为当时存在着赌徒的罪恶的操纵行为。

如果见到过以前发表的25年股市发展图，你将会发现当时的交易额是自1904年以来最低的，即使存在操纵行为，这样狭小的市场也会让它白费心机。然而在熊市时期以及从熊市向下一次牛市转化的时期，这种指责总是要出现的。如果我提供的证据还不够多，还不足以证明操纵行为实际上是可以忽略的因素，那么交易量本身的数据也足以表达出我的观点了。但是这些顽固的反对者们却不这样认为，在随后的几个月里仍然用写满谴责语言的纸张填满了我的废纸篓。至少在一定时期内，牛市的观点是非常不受欢迎的。

交易量的含义

此处值得注意的是，牛市的交易量总是大于熊市的交易量，它随着价格的上升而扩张，随着价格的下跌而减少。原因很简单:当市场长期处于萧条状态时，许多人都实际上和在账面上受到了损失，因此用于投机或投机性投资的资金也相应地减少；然而在市场繁荣的时候，许多人都实际上和在账面上获得了利润，于是在牛市的最后阶段交易量几乎毫无例外地要超过他们实际拥有的资金。这一点在基本的牛市运动中是绝对正确的，但是应用到次级运动上则需要进行很大的修改。牛市中剧烈的次级下跌通常会刺激交易量提高，这在那次最引人注目的次级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下跌中得到了生动的体现。1901 年 5 月的平均交易量迄今为止还是绝无仅有的，达到了平均每天（包括仅有两个小时交易时间的星期六）180 万股，而北太平洋铁路公司股票恐慌正发生在 5 月 9 日。我们将在以后详细讨论次级运动的情况，在此还没有展开的必要。

一个公正的态度

我在此不厌其烦地举例说明股市晴雨表的实际应用绝不是在夸夸其谈，而是为了用事后的证据证明“我早已告诉过你”这句话的正确性。实际上，这些预测并不值得夸耀，任何一个研究平均指数的人一旦明白了股市晴雨表的基本原则，都能够独立地得出这些结论，只要他在研究时有一个公正的态度。一个与股市有利益关系的人的判断力几乎肯定会受到削弱。当你买涨或卖空股票时，如果预测你的愿望或预期能够实现，这也是人之常情，但是为他人提供指导意见而分析价格运动的人却必须保持绝对的公正态度。如果他不这样做，或者使用了没有被假设明确证实的推断，那么形形色色的陷阱将使他陷入其中。过于自信的态度在股市中毁掉的投机者比其他所有因素加在一起还要多。

一个不幸的猜测

在一个平均指数还没有被另一个平均指数印证之前接受它的暗示是最容易犯错误的。1921 年 5 月 10 日，纽约的《美国人》杂志在其金融栏目中大胆地提出了预测，为增强预测的效果，它还刊登了一个经过修改的道琼斯指数图。它并未在取得图表和其中的数据时征求我们的同意，于是我们就成了利他主义者，但是我们相信不劳而获是不会有好下场的，而且很高兴地发现这篇文章的作者甚至并不了解他所盗用的资料的含义。他认为工业股票将出现牛市运动，甚至还给出了运动的上限，而铁路股票则“原地踏步”。

这是一个非常不幸的猜测，因为工业股票指数此后又下跌了 13 点，在 6 月份达到了新的低点，而铁路股票指数的下跌也很严重，根本不是在原地踏步。

平均指数必须相互印证

这个例子说明，观察者在没有得到铁路股票平均指数的印证时，接受工业股票平均指数的误导而得出了牛市的结论。后一种指数当时一直在我们所说的线内运动，在一次熊市中的次级反弹之后显示出某种力量，超过了这条线，如果铁路股票此时表现出同一种迹象，这将暗示着股票囤积行为的出现。但是这种情况根本没有发生，也可以说这篇文章的读者们并没有相信它的误导。因为工业股票平均指数表明，它直到 7 个月以后的 12 月 2 日才超过文章发表当天的收盘指数。

然而我们也可以善意地认为，这个晴雨表的阐释者或许并没有这么肤浅。他可能对 1919 年牛市的印象太深了，那次牛市就是完全由工业股票独自推动的。如果你研究了后面一章（规则的一个例外情况）中的图表，就会明白这种情况是不可能再发生的，除非铁路股票重新回到政府所有并由政府担保的状态——这种状态当时使它们完全摆脱了投机活动的干扰，并和债券等固定收益证券一道下跌。我们都知道，在当时的生活成本迅速上升的情况下，这些证券价格的下跌是无法避免的。

这个例子强调了这样一个事实:虽然两种平均指数的运动强度各不相同，但是它们的运动方向不会发生实质性差异，在基本运动中尤其如此。在两种平均指数得以存在的这些年里，这个规则已经被证明是完全可靠的。它不仅适用于市场的基本运动，还大体上适用于次级下跌和次级反弹。但是它不适用于日常波动，用它分析个别股票的运动将会得到完全错误的结论。我个人的经历表明，一种指数的暗示的确可以以假乱真，因为我在很久以前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

根据它的暗示进行分析时，曾经不止一次地出现过错误。在谈到晴雨表的价值时我们可以认为，出现错误的原因不是对它过于信任而是对它信任得太少。

坚持本书的话题

我似乎应该在本书中讨论股市基本运动产生的原因——商业的萧条、复苏和人们认定的或实际的过度扩张。关于 1907 年恐慌的原因，我有自己的看法。我不赞同那些与我同样能干的作者们的观点，他们把恐慌产生的原因归结于哈里曼和美国铁路公司从 1901 年到 1906 年的“过度扩长”，并认为英格兰银行在 1906 年末将利率提高到惊人的 7%的水平是铁路股票赌博行为的直接结果，参与赌博的则是罗斯福先生所说的“非常富有的犯罪分子们”。我绝不相信哈里曼一个人能造成 1907 年 4 月埃及的亚历山大恐慌、一个月后的日本恐慌、10 月的汉堡恐慌（被伦敦的《经济学家》称为“1857 年以来在这个城市发生的一次最大的金融灾难）以及同月的智利恐慌——它们都早于美国在 10 月末出现的危机。詹姆斯·J·希尔在 1906 年曾认为铁路公司的利润应该以每年 10 亿美元的速度发展，然而这种发展几乎根本没出现过。我个人以为这种瘫痪状态似乎比哈里曼的铁路股票互惠所有权计划更值得我们关注。在州际贸易委员会通过控制货运费率对我们进行保护的情况下，后者并不能对公众构成威胁。

但是这一切都是题外话，我正在讨论的对象是晴雨表而不是天气。14 年以后的今天，对那段历史的评价让那些明白事实真相、甚至在一定程度上构成那段历史的人感到很奇怪。然而回顾历史虽然是必要的，我们的讨论却不应该偏离本书的话题。



第 20 章　一些结论

《股市晴雨表》的讨论已经接近尾声了。在《大亨》杂志发表系列文章时，我从它的读者那里了解到，本书所包含的这些系列文章很有启发性和趣味性。这显然对作者有所启示，因为他当时并不知道本书应从何时讲起，也不清楚对道氏价格运动理论的评述究竟有多大价值。它引导我们对那些狂妄的周期性理论进行了分析，并对权威性历史资料进行了考察。后者使我们认识到，如果历史记录得到正确的编撰，历史可以告诉我们许多道理，但是我们对过去知之甚少，因为商业在一国和世界发展过程中的重要性在那时并未得到承认。我们还对股市晴雨表的能力和局限做出了公正可靠的评价。

我们至少现在已经明白，它不是一种在投机性市场中获胜的手段——不是人们普遍认为的那种可以确保不受损失的股票交易方法。

投机行为的预测价值

投机行为不仅没有降低晴雨表的有用性，反而使这种有用性超出了我们在分析市场的三重运动时的预期。三重运动是指基本的上升或下降运动、次级下跌或反弹以及永不停歇的日常波动。我们至少为那些在工作中必须预测交易基本走向的人找到了某种有实际价值的东西。在哈佛大学经济研究委员会 1903~1914 年的图表中，投机线总是位于商业线和银行线之前。这是事后计算得出的结果，由于在形成过程中采取了极端保守主义思想并经过无数次修改，这种图表永远也无法与每日记录的平均指数相提并论，后者以道氏理论对三种运动的论述为基础，具备了股市晴雨表的功能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

见好就收的预言家

以出卖股市信息谋生的人在市场活跃的时候也表现得非常活跃、意气风发，可是在市场不景气的时候却没有人想听他们说话，除非你很有耐心和幽默感。在 1910 年熊市达到顶点到世界大战爆发之间的平静岁月里，他们中的一个人经常向我抱怨说，自己无法在一个无利可图的波动的市场中预测到市场的运动。但是我们的晴雨表却从来不会对自己的预测感到后悔，它几乎是唯一能在自己无话可说时闭口不语的当代预言家。在《华尔街日报》不时发表的研究价格运动的文章中，我曾经指出 1910 年的熊市在 1909 年下半年就已经被清楚到预测出来了。1910 年 6 月以后，股市开始向好的方向发展。

尽管复苏显得缓慢而犹豫，总的趋势仍然是上升的。1911 年夏中的时候出现了一次较大的次级下跌，然而基本运动却直到 1912 年下半年才告结束，而且最有趣的是，在战争开始前的四年里，所有的小波动幅度都比较小。1909 年下半年到 1910 年年中的熊市是毫无疑问的，但是其程度仅有 1907 年恐慌的熊市的一半；随后的牛市（或许这有些勉强，因为它绝不是一次繁荣）的程度则不及 1907 年秋到 1909 年年末的牛市的 1/3。总而言之，我们可以从这段时期中看到一种逐渐萎缩的基本运动。同期的商业记录表明，交易活动也相应地逐渐放慢，虽未达到萧条的程度却足可以称之为不景气了；当然这并不排除整个国家财富的自然增长，但是绝没有明显或强劲到可以刺激任何大规模投机活动的程度。

大小运动都能预测

此处我们又发现了晴雨表的另一个可贵功能。从这种意义上说，基本运动的确预测到了即将到来的商业发展的程度和时期，以及商业萧条的深度和严重性。我们对 25 年图表中某些特定年份的讨论已经十分清楚地证明了这一点，任何人都可以通过比较前文分析的价格运动和随后出现的商业情况而得出这个结论。概括地说，商业在 1910 年变得不景气，在战时繁荣到来之前它一直没有恢复元气，不值得投机市场出现任何大的波动。

随后的一段时期似乎为商业图表的编撰者们带来了困难，因为这些图表假定正常的商业状况具有一定的节奏性，而这一时期的作用力和反作用力绝不是相等的，或许只能被视为一种逐渐减弱的钟摆运动，用这个比喻来说明战争开始前的情况是恰当的，我们可以认为，当商业的钟摆正在逐渐减速时，所有战争用品的需求使它重新上满了弦。这么说并不十分准确但是它能形象地说明问题，只要我们能灵活地理解它，它还是很有用的。

但是从 1909 年股市的顶点开始，我们可以发现一次持续近五年的熊市（我们有理由这样认为）。当查尔斯·道首次形成自己的理论时，曾经匆忙假定基本运动要持续五年，这或许可以成为该假定的一个出色的例证。毫无疑问，我国的资源甚至包括铁路资源开发得过于迅速了，最终导致了 1907 年的恐慌。我想，我们可以谨慎地认为，这种大恐慌的效果并没有完全被随后符合逻辑的股市反弹（例如 1909 年的反弹）所抵消。商业的重新调整则用了更长的时间。

周期理论的用武之地

“恐慌周期”理论在本例中是有用的（并且也很恰当），虽然它过于笼统无法应用于日常的情况。这是一段非常有趣的历史，理解了它的真正含义能使我们有所启发。1973 年恐慌之后股市出现反弹，但是商业继续普遍萎缩，当时的状况与现在完全不同却与下面将要进行对比的时期有很多相似之后。我们几乎可以认为，直到硬币支付的重新恢复（1879 年）已经近在眼前的时候，商业才开始向好的方向发展，最终结束于不太严重的 1884 年恐慌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

与此类似，1893 年恐慌之后的商业萧条也比股市的下跌长得多，虽然它一直处于小幅波动之中。如果制成图表，这种波动将与 1909 年股市反弹结束后的情况惊人地相似。由此我们可以得到某种一致性，它至少表现出一些相似的规律，这些规律所决定的运动比我们应用道氏理论得出的基本运动还要大。我们至少可以发现，一旦信心被成功地击溃了，那么重新建立它将需要几年而不是几个月的时间。

交易量及其含义

我们已经指出，熊市中的交易量总是要低于牛市。25 年图表记录了每月的平均指数，它向我们表明，1911~1914 年的市场投机活动非常少见，交易量仅比麦金利再次上台前的四年略高。此后出现了战时繁荣时期，可是战争让一切计算都失去了用武之地。哈佛大学经济研究委员会的商业图表中甚至没包括这个时期，认为此时的世界状况与地震等自然灾难后的状况一样反常。

战争结束后以及 1921 年 6~8 月的熊市结束之后，交易量明显地处于收缩状态。我们正经历一次最缓慢、最不显著的牛市运动中。牛市是毋庸置疑的，我曾在发表这些系列文章时不止一次地预测到它。到 1922 年 4 月，工业平均指数已经上涨了 29 点，铁路平均指数的涨幅也已超过前者的 2/3，并且还伴随着典型的次级运动。如果基本运动强劲，次级运动也会相应地充满活力。值得注意的是，1922 年的牛市运动和次级下跌都没表现出雄劲的势头；迄今为止，这种势头一直是商业繁荣的前兆，能把后者与保守的复苏区别开来。目前的晴雨表认为肯定会出现某种商业复苏，但是它的到来将是缓慢的，而且得到确立的时间也要超过正常水平。晴雨表预测的是一次不会使价格达到新高的牛市，而不是一次预示着我国工业大发展的显著的运动。

抑制铁路的发展

第十八章讨论了铁路股票在 16 年中大幅下跌的情况，读者可以从中轻松地理解到，为什么极端保守主义在目前的股市（处于复苏阶段）中存在是合理的。这 20 种活跃的铁路股票至少在我们的晴雨表中代表着一半的投机性资料和记录，铁路则是我国除农业之外投入资本最多的行业。目前还没有证据表明更烦人的管制不会进一步限制它的财富创造力。

我们的立法者错误而愚蠢地认为，铁路公司股东应该得到的最大收益率是 6%，却要承担收益减少甚至公司破产的风险。在这种条件下，运输业的发展永远也无法得到资本的支持，这是很明显的。但是我们无法在为一半投机性股票建立起这样一个令人沮丧的条件的同时，使另一半保持完好无损。如果我们现在正步入 90 年代中期盛行的平民主义的局面，那么谁又能知道政治会给我们带来什么呢？我们正在用管制把资本赶出任何一种公用事业。谁又能保证这种干预资本收益能力的行为不会被应用于大工业公司身上呢？

工业中的政治

这不是杞人忧天，因为事实的发展正是如此。政治的干预肯定不会对公众没有一点好处，但是司法部对美国钢铁公司采取的行动（现已取消）表明，如果肇事者的危险理论被用于工业上来，将会造成多么严重的后果。我们可以理直气壮地指出，集中是现代生产的大势所趋。在统一管理下（例如美国钢铁公司）生产出的商品肯定要比这个巨大而节约的机体中 20 个或更多的独立公司各自为战时便宜得多。但是如果政治家们的规模本身即为犯罪的假设得到接受，正如过去的情况一样，我们很可能会在今后五年中看到令人担忧的商业状况。塔夫脱先生继承的政策。

我曾经在 1909 年或 1910 年初的时候在白宫采访过塔夫脱总统。我当时向他指出，得到执政者支持的极端仇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

视铁路公司的思想正在使铁路的发展陷入瘫痪，而我们的立法机构又增加了商业发展的障碍。塔夫脱先生同意我的观点，但是又很谨慎。他承认我们不能再指望出现过去那种飞速的增长了，那是通过努力地把投机性愿望变为现实而完成的。但是他又说自己倾向于认为这是必要的代价，是通过管制大公司而保护公众利益所必须支付的代价。这就是他从罗斯福那里继承的“政策”而即使这样仍然不能让 1912 年的激进党成员感到满意！这是一次时间不长的采访，它所得到的就是这些。如果说连绝对诚实的塔夫脱先生也这样认为，那么各州立法和管制机构的那些微不足道的政治家们又如何呢？他们对铁路公司的仇恨由来已久，根本不考虑公众为此付出的代价。

画地为牢

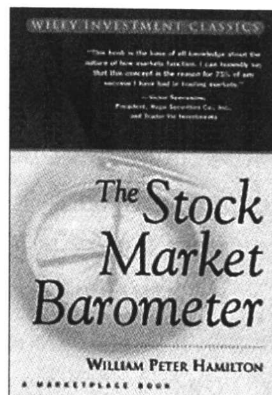
我们为自己制定的枷锁又有什么价值呢？难道可以认为这种干预能改进铁路公司的服务吗?今天的餐车再也做不出哈维在 20 年前为阿奇森所做的那种饭菜了，麦卡多先生制定的“标准铁路用餐”让它的受害者们觉得像是一场噩梦。铁路公司的服务也无法恢复到原来的水平。宾州铁路公司和纽约中央铁路公司都曾把纽约至芝加哥的时间缩短到 16 个小时，但是现在又分别延长到 20 和 24 个小时。那么车厢比以前更舒适了吗？铁路服务人员更礼貌、更尽职了吗？当铁路公司因无法保持车厢清洁而辞退一名雇员的行为不需要面对劳工委员会无休止的查问的时候，车厢才会变得清洁。但是我们的法律和管制使铁路的服务精神荡然无存，它们只是在以一种漫不经心的方式使自己比其他铁路更有吸引力。又有什么动机能促使铁路公司投资改进这种吸引力呢？国会说过，如果它们通过这种聪明的投资使收益率超过规定的 6%，那么超过部分将被剥夺。这完全阻止了收益的增长。

真实的心理状况

我们并未偏离主题。我们正在为平均指数中一次最重要的运动寻找原因。你无法在打击铁路公司的时候不触及其他行业，因为铁路用品的制造商（以铁路商业协会为代表）在我国制造行业中的比例非常高，以至于能够左右全行业的发展方向。如果有一个词可以说明问题那就是“心理”，这个词让人感到乏味，因为它在刚刚过去的骗子的时代里不断得到使用和误用。然而根源就在于真实的心理状况：我们对自己丧失了信心。我们如此可悲地扰乱了供求规律，以至于无法再让它回到原来的状态。

在一个没有商业自由的国家也没有真正的自由可言。没有比官僚主义更残酷的暴政了，因为任何暴政都不会愚蠢到这种程度。

举一个简单的例子：宾州铁路公司的总裁瑞在不久前让我猜猜看，他的公司在一年中要向华盛顿的各部门主要是州际贸易委员会提交多少报告？我知道这个数字是庞大的，于是对他说，把真正需要的 500 份文件再扩大 20 倍，即每年提交 1 万份文件应该足够了。瑞苦笑了一下说：“去年我们仅为匹兹堡东部的一条铁路线就提交了 114000 份文件!”



《股市晴雨表》英文版封面

改革还是革命

这只是一家公司的一部分！由此推算到全国的所有铁路公司，我们就会明白官僚主义的文牍作风是怎样地限制了一个伟大行业的手脚、损害了它的效率。

感谢道伊斯将军，是他为华盛顿的商业方法注入了一点常识性。然而这显然才接触到表面现象，我们需要的改革几乎可以称之为革命，因为我们必须看到，商业部和劳工部（只举两例）正在向全国的商业界索取更多的信息和数据、更多的文具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以及更多的被浪费的时间。

一个障碍及其后果

这是在自我麻烦，我们只能怪自己。再看看塔夫脱总统 12 年前说过的话吧。谁能让辛巴德摆脱古老大海的负担?在政治家们仍然可以设置这种障碍的时候，我们能期望商业出现普遍繁荣或者铁路恢复过去那种活力和发展吗?我们都受到了它的折磨。它打击了内布拉斯加的农民，他们正在烧谷物，因为谷物比煤还要便宜；它正在打击我们的对外贸易，因为我们这个世界煤炭储量最丰富的国家正在从英国进口煤炭，后者已经取代了我们在战争中建立起来的外贸地位。国会对商业的态度不仅仅是其反对铁路公司的不正常偏见的延续，分析起来，它几乎要限制成功，清除个人财富积累的可能性。法律攻击公司界并不是因为投机活动的危险性，而是因为在国家的发展过程中某些个人可能会变得富有。这些人的贫穷势必将导致整个国家的贫穷，难道我们还要走第二个克利夫兰政府的老路吗?难道那不是个平民主义思想与萧条并存，我们对自己完全失去信心的年代吗?当现在的牛市达到顶点并开始发出熊市的信号时我们又将遇到什么呢?



第 22 章　对投机者的一些建议

很久以前，南方某州有一项法律禁止任何含有利益风险的赌博活动。当然这种愚蠢的法律的下场更多的是被违反而不是被遵守。然而某个小镇的警长却决定坚持它，并逮捕了一些在谷仓玩扑克牌戏（一种取一幅牌中 24 或 32 张大牌由 2 至 4 人同玩的牌戏，以定王牌方在 5 墩中获得 3 墩以上为胜一编注）的年轻人。当时的法院还没有过多的繁琐程序。这些犯人的律师在承认自己“可怜的客户”玩扑克牌戏的同时，也理直气壮地认为这种游戏并不是赌博。因为法官和陪审团的绅士们自己也经常玩这种游戏，所以他们对这种说法感到怀疑。然而固执己见的律师说道：“如果法官大人允许我向陪审团演试一下这个游戏，我相信我能说服他们扑克牌戏不是赌博。”

不是赌博

这听起来是很公平的，于是陪审团和律师坐在了一起。没过多久，许多陪审团成员开始四处向朋友们借零钱；“演试”进行了一个多小时，当陪审团回到法庭上时，他们一致认为扑克牌戏并不是赌博。

如果我不对投机活动进行评价并向投机者提出一些实用的建议，那么本书的讨论将会显得不完善。投机活动必然要包含很大的风险，而投机者本人太多的时候却把它变成了一种简单的赌博。我并不知道故事中的律师是如何让陪审团相信扑克牌戏中的确定性的，但是如果业余爱好者带着他固有的愚蠢到华尔街进行“投机活动”，这里的专业人士肯定能向他证明投机并不是赌博，他们不必在投机时进行欺骗。

晴雨表是真正的保护

我们不厌其烦地说，道氏关于股市运动的理论不是一种打败市场的“方法”——一种能把华尔街变成汤姆·蒂德勒的广场（任何人在这里都可以用几美元赢得黄金和白银）的迅速致富的骗术。但是如果今天的聪明的投机者（多数情况下即为明天的聪明的投资者）不能通过仔细研究股市晴雨表找到保护自己的方法，那么本书在这方面就没能达到预期目标。如果他已经正确理解了基本运动的含义，那么肯定也已经有了某种可观的收益。如果他进入华尔街只是因为从某个信得过的人那里听到了一种他从未听说过的股票的信息，而不去分析市场的基本方向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是上升还是下降，那么他极有可能损失掉保证金账户中所有的钱，无法真正地"管理自己的钱"。然而如果他已经知道了市场运动的含义，并能在牛市典型的次级下跌后的不景气中发现机会，他就会比常人更有机会挣钱。这种利润是经过多次思考而得来的，那些到华尔街只是为了输钱然后在下半生诅咒它是赌博的地狱的人显然是不会进行这种思考的。

投机与赌博

对这些人来说，任何股票都是一样的。但是它们并不一样。在会思考的投机者眼中，市场基础良好的股票（能够顺利交易、持有者分散，例如美国钢铁公司普通股）与最近出现在街边市场以供交易的汽车或石油股票之间是完全不同的。后者或许很不错，但是新公司所从事的业务以及股票在市场中的表现至少还未经考验。

当外部人士在街边市场购买股票时，他应该立即对其进行检验，这是一条正确的基本规则。他用保证金账户购买股票的行为在很大程度上具有赌博的性质。我并不想对赌博的道德问题说三道四，除非其中加入了贪婪的因素，我不知道它有什么可指责之处。正如我熟悉的一位圣公会主教（我们打桥牌时也有一些小彩头）所说，我并不是在创造一种新的罪恶。但是在一个由只想卖出股票的操纵者人为形成的市场上，业余交易者用保证金账户买进证券却连二手信息都一无所知，这就是最纯粹的赌博了。决定对此进行投机的人应该像赌赛马一样评价自己的风险，他应该确保把损失限制在自己能够承担的水平上。

投机活动与此不同，而且我希望美国人的投机的本能永远也不会消失。如果真有这么一天，或者法律禁止人们承担全部或部分损失的风险以抓住机会，其结果将是"好的"美国人，但是这种美德是消极的。如果你走进华尔街时在百老汇街停留片刻，通过围栏看看三一教堂的广场，你将发现那里挤满了好的美国人。投机活动消失之时就是整个国家消亡之日。

选择股票

我们假设外部人士已经考虑过基本运动的特点和股票市场的趋势，那么他的下一步即是选择股票。此时，想迅速花钱的人仍然不会费心去了解自己打算用小额资本去冒险的股票的情况。

小投机者根本不应该用保证金账户买进一种还未形成永久性市场的股票——新发行股票或大部分股份掌握在决定公司政策的人手中的股票，这是一个多次得到证实的规则。当然，这是一个追求完美的建议，但是他至少应该根据自己在必要时能筹集的资金买进风险较小的股票。当一种股票即将在股票交易所上市的时候，基本上可以认为它已经形成了一个可靠的市场，虽然少数人持有太多股票的危险依然存在（例如斯图兹汽车公司的股票）。这种股票最好不要去理它；只有当投机者的工作性质使他得到某种特殊信息时，才应该把钱用到这种股票上，但是此时仍然要把保证金账户限制在能力允许的最大限度之内。

关于保证金

由此就必须考虑保证金问题。华尔街许多可以避免的损失都是由于对保证金数量的错误理解而造成的。经纪人希望找到生意，于是他们告诉初学者如果他能保证公司在出现波动时得到补偿，那么10%的保证金已经足够了。假设这意味着按照票面价值以1000美元买进100股股票，那么这些保证金是根本不够的。查尔斯·道早在21年前就已指出，"如果一个人以10%的保证金买进100股股票，当股票下跌2%时卖出，那么他将损失（包括佣金）1/4的资本。"道过于谨慎了，但是他又正确地指出，如果这个人当初全额买进10股，虽然也会受到巨大损失，但是只要他当初认为股价严重低于价值的猜测是正确的，那么平均起来看他最终仍将获利。显然，仅有1000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美元资本的交易者是不会购买到100股股票的，除非它的价格非常低，美国钢铁公司普通股价格低于每股10美元时就属于这种情况。

小交易者和大交易者

小交易者的另一个误区是认为，他应该部分地买进自己想买的股票，然后当它每下跌一点时再逐渐增加持有量，直到买足自己想拥有的数量为止。但是为什么不都以最后的价格买进呢？如果他打算每次买20股总计100股股票，并预计股市将下跌5点，那么他实际上是与自己最初决定交易时的假设相矛盾的。他并未全面进行考虑，如果股票将下跌5点，那么这次买进就不会像他认为的那么明智。当然，杰伊古尔德这种大交易者的确采用了这种方法，但是他们并不以保证金账户进行交易，他们的钱大多是通过自己的银行网络筹集来的。而且他们的行动是经过深思熟虑的，而这对那些试图在华尔街检验自己判断力的小投机者来说是痴心妄想。更有甚者，像杰伊·古尔德这种人本身就能增加他想买进的股票的价值。虽然他无法在牛市中买到所有想要的股票，却能通过购买而加入公司的董事会。小投机者没有能力坚持这种看法，除非他愿意把全部精力都奉献给股票交易。这样的人也有很多，前面曾提到过一些成功的例子。但是我们此处讨论的是那些在投机之外还从事其他业务的人，只要他能具有一种正常的判断力，总能得到一个输赢均等的机会。但是如果他愿意听朋友的话——“别多问，快买100股AOT的股票”——把自己仅有的1000美元投入进去，那么他受到损失就没有什么可抱怨的了，因为他是一个赌徒而不是投机者。如果把这笔钱用于赛马，他会得到更多的乐趣；他能在户外呼吸到新鲜空气，而且赛马也比股票计价器有趣得多。

道的一段话

在1901年7月11日《华尔街日报》的社论中，查尔斯·道写道：“一个人无论资本是多是少，如果他希望在股票交易中得到的回报是每年12%而不是每周50%，那么从长期来看他的结果要好得多。每个人在个人经历中都明白这个道理，但是那些在经营商店、工厂或房地产时小心谨慎的人却似乎认为，在股票交易中应该采用完全不同的方法。世上没有比这更荒唐的想法了。”道在同一篇文章中继续写道，投机者可以避免从一开始就陷入财务困境中，方法是把自己的交易限制在与资本相比较为合理的水平上。这个水平能使他保持清醒的判断力，能够在遭到损失后迅速退出来，或者在上涨时积累利润或者把投资转向其他股票；一般来说，能够使他在得知自己的安全系数低得只能面对损失望而兴叹的时候仍然保持轻松无畏的面貌。

这是一段精辟的论述，在当时和现在都是如此。进入华尔街的投机者必须学会确认损失而且是迅速地确认损失。我前面说过，在华尔街，由于固执己见造成的损失是最多的。如果你买进股票后发现它迅速下跌，那么你此前就没有考虑周全。只要你仍然错误地持有它，就不可能对它进行公正的分析；你无法采取一种清楚的公正态度，除非你退出来客观地对待它。当你让自己坚持这种错误的投机时，就好像是一个迷失在森林中的人，只见树木不见林。

避开不活跃的股票

读者一定还记得那个年轻人的故事，他拒绝成为杰伊·古尔德的合伙人，因为在交易所大厅执行古尔德的指令时，他发现后者只是在赔钱。他并不知道，这些不成功的尝试只不过是在检验市场，而当古尔德确信自己已经抓住市场变化的时机时，他可能雇佣了其他经纪人。这个例子也说明了购买那些只是偶尔活跃的股票有多危险。今天的经纪人或许有能力很好地经营不活跃股票，然而这种股票在取得银行贷款时是不受欢迎的抵押品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是经纪人本身也不知道以后会怎样。促成这次股票运动的特殊条件或许在几个活跃的交易日内即告消失，接下来的情况将是连续数天没有一笔交易，这时的卖主则不得不做出一些让步以寻找买主——基本上是负责这种交易的专业人士。这种股票根本不应通过边际账户交易，但是那些与钢铁交易或纺织业有密切的业务联系的人，却有很好的理由持有美国钢铁公司或伯利恒钢铁公司或美国羊绒公司的股票，因为他认为这个市场将永远存在下去，即使不能永远保持活跃。

关于联合股票交易所

我在纽约股票交易所有很多朋友，而且在华尔街的其他地方也不孤独。小额经纪人公司为少于 100 股的交易提供了市场，专门从事这种业务的公司不会超过 10 个，但是联合证券交易所却一直是小额交易的正规市场。无论从哪方面看，它都是一个值得尊敬的机构，它对会员的公开审查方法是投机者为自己选择经纪人时应该学习的榜样。只要选对了真正活跃的股票，业余的小交易者也能在这里取得出色的成绩。这里的股票是“经过处理的”，极为分散，而街边市场的股票却不是这样。

我对后者没有任何意见，但是那里交易的证券很少能得到银行贷款的青睐，而且我对其中的一个经纪人公司感到非常忧虑，因为它宣称要一视同仁地以 10% 的保证金为客户进行交易。

你一定要用尽一切办法摆脱这种保证金的观念，因为它应该达到一种更完美的境界。如果你正在经商或者你和依靠你的人必须靠投资收入生活下去，那么你应该把投机损失限制在不会让你非常悔恨的水平上。这么说或许有些偏激，但是其中也有合理之处，即当我们超过自己的能力去冒险得到某种以前没能得到的东西时，赌博就已经开始了。

卖空

股市晴雨表怎样帮助投机者呢？方法很多。他不能期望任何股票会违背市场的基本潮流而上涨，除非遇到非常特殊的情况。如果他能成功地抓住熊市中偶尔出现的反弹进行投机，那么他一定是个信息非常充分并对市场分析有天赋的人。我在本书中几乎未讲过卖空活动。在牛市中进行卖空的人只是在猜测市场的次级运动，而且除非他是大厅交易员或者能全身心地投入到投机事业中去，他将肯定要赔钱。我不想讨论卖空的道德问题，因为我根本不相信投机活动（只要它没有堕落到用别人的钱去赌博的程度）会出现这种问题。世界上的任何一个市场都必然存在大量的投机活动。一个去旧金山旅游的人会把自己的股票锁在纽约的保险柜里，但是他不可能等到返回以后再卖出股票，因为这样会错过市场的机会。如果他这时卖出股票，他就是在卖空，是个借用股票的人，直到他还清股票为止，但是根据平均指数的规律，更多的钱是在牛市而不是熊市中挣来的，这或许是因为牛市的时间通常要比熊市长得多。卖空活动最好由专业人士来完成，尤其是那些认真研究市场、了解游戏规则的人。

在次级下跌时买进

股市晴雨表不能让任何人绝对准确地指出熊市向牛市的转折点。正如我们前面研究市场运动时见到的那样，在一种确定的趋势建立以前，可能会出现数周的小幅波动。所有这些不确定的波动都可能让投机者的资本因为支付雇金和利息而消耗干净，根本等不到市场转折的时候。但是一旦牛市已经建立起来，成功地买进股票追涨就成了可行的策略。如果在完成购买之后股票在市场的次级下跌运动的带动下做出同样的反应，那么投机者应该毫不犹豫地确认损失，等待次级下跌后必然要出现的不景气阶段的来临。

这时他可以再次买进股票，并随着市场的上扬而增加持有量（这与下跌时不同，我在前面已经讲过那个错误

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的假设）。市场每上升一次他的安全系数就会增加一分，只要他的“金字塔”没有建得太高，持有量不会使他成为别人攻击的目标，并且发出了“停止损失”的指令，那么这个投机者挣到的钱很可能让自己大吃一惊。我们听说过很多人们在华尔街赔钱的故事，但是很少听到人们在那里挣钱的故事。以我的经验来看，后一种人是不喜欢炫耀的，而且很少有人会把自己的财富归功于成功的投机，他更喜欢称之为明智的投资。只要购买者能够按时交清钱款，那么抵押买房和用保证金账户买股票并无太大区别。在这个伟大的热心时代，每个人都在插手别人的事，但是我仍然要说，只要投机者是用自己的资源——包括他在银行的贷款信用——购买股票，那么他如何经营都与任何人无关。

赔钱的方法

我们更常见的是另一种投机者，他们赔钱是因为忘了当初进入市场的原因。我认识一个这样的人，他问我对阿奇森铁路公司普通股有什么看法，于是我对他说明了这家公司的前景，说明利润率足以支付股利，并介绍了那个地区铁路的基本情况。他最后认为这种股票（此处仅是举个例子）很便宜，并买进了一些。如果他向经纪人支付了足够的保证金或者立即付全款，并且对日常波动置之不理，他很可能会挣钱。

但是他总喜欢听各种流言，尤其是那种关于“交易员抛售”、“国会调查”、“可怕的罢工”’或“农作物歉收”的消息。他忘记了市场在确定股票的未来价值进已经考虑到任何可能性。一次小波动使他变得紧张起来，于是卖掉了股票并决定再也不征求我的看法了。我至少希望他如此，但是不幸得很，他没有。他又一次找到我，想看看我能否推翻他以别人的观点为依据得出的判断。

赔钱的另一种方法

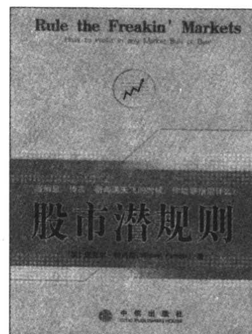
让我们看看另一种在华尔街赔钱的简便方法。有人正确地告诉一名投机者即将出现一次迅速的运动，或许会使某种股票上涨 4 点。他发现这种股票一直很活跃，却没注意到他希望看到的 4 点中已经有 1. 5 点在价格中表现出来了。在经过一些犹豫之后他还是买进了，而此时这次运动却已接近尾声。他先看到一点小利润，然后这个股票开始下跌——这次特殊运动已经结束了。当专业人士的注意力转向其他股票的时候，他的股票却在随市场运动，慢慢用利息吞食着投资。但是他仍然愚蠢地持有它，根本不知自己已经错过了机会，因此也就得到了一次实际上很便宜又很有意义的教训（如果他能理智地对待它）。

这个投机者也忘记了自己最初购买股票的原因，正如前面那个根据价值进行购买的人一样。如果他期望的特定运动没有实现，他应该确认损失或收回不令人满意的利润，等待下一次机会。但是我熟悉的大部分投机者都有一个毛病，即他们不仅记性不好，还缺少耐心。他们总是四处玩耍，早晚会把自己的全部资源固定在账户上，正如一条搁浅的船，眼睁睁地看着市场的大潮从身边呼啸而去。

最后的思考

我对股市晴雨表的讨论已经结束了。我并不想建议任何软弱的人进行赌博，也不想加快愚蠢的人赔钱的速度。至少在这个方面，每个人都是自由载体。尽管有各种限制个人行动的法律，他仍然有足够的行动自由。我们可以想象出一个使投机成为不可能的法律，虽然它能使美国的商业陷入瘫痪状态（正如过去那样）。但是我们想象不出任何法律能迫使人们违心地在华尔街进行交易。我在本书中所说的一切就是为了向人们说明如何保护自己，至少也要让他们说得自己不仅在公平地管理钱财，而且还在最终得到了奖赏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《股市潜规则》

【美国】迈克尔·帕内斯（1965~　）

弗洛伊德说过，我们每个人的内心深处都有一种求死欲。在股票交易中也是一样——每个人的内心深处，也都有一种金钱上的求死欲。是赢是输，就看人们能不能克服这种心理。

那你说，弗洛伊德要是炒股，岂不是战无不胜？我说不准，不过我想有这可能。学会从人性和心理学的角度看待它，你会发现股市中的一切都变得更加理性起来。（有时人们会不由得想那是一种不正常的心理，一种大骗局或心理变态什么的，其实远没有那么复杂。）华尔街的行家们都知道，股市大潮的驱动力只有两个——贪婪和恐惧——所以，在很大程度上，交易人为自己谋利益的欲望才是控制股市的力量。

然而投资人和交易人的行为并不都是符合自己的利益，新手和非专业人士尤其如此。人性有一种怪癖，就是我们往往会在无意识中让自己功亏一篑，做出对自己有害而无益的事情。这种倾向就是金钱上的求死欲，我称之为“博傻心理”，也就是我们经常会做出点傻事来，然后奇怪自己怎么能做出这等傻事。

——引自《股市潜规则》



很多投资者都惊叹于“股神”巴菲特神话，惊叹他能通过坚持理念，百折不挠，获得8000倍的超额回报，但是这是通过42年的时光换来的，而美国互联网泡沫时代出现的散户英雄迈克尔·帕内斯则用15个月时间用3.3万本金赚取了700万。

1998年，迈克尔·帕内斯听从一位股票经纪人的建议，将自己的15万美元积蓄全部用于投资股票，但是一场金融危机使他的财产几乎化为乌有。他仔细回顾了所发生的一切，最终决定卷土重来。1999年1月，他上网开了一个交易账户，如上所述，仅仅15个月时间就赚了700万。他的故事还被好莱坞的一位大制片人选为电影素材。

在《股市潜规则》一书中，迈克尔·帕内斯通过自己的失败到成功的经历，将深入浅出的理论与实际操练相结合，指导在线交易人和投资人。不同于市场上纷繁复杂的各类股市投资的图书，它提供的不是快速而仓促的投资“小计谋”，而是从宏观的角度对股市有充分的了解，提出了有步骤、有效果的投资运作方式。　“规则”是指规定出来供大家共同遵守的制度或者章程，而从“规则”中衍生出来的是“潜规则”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

它相对于“元规则”、“明规则”而言，就是指那些看不见的、明文没有规定的、约定俗成的，但却又是广泛认同、实际起作用的、人们必须“遵循”的规则。其实，各行各业都有规则，也都有相应的潜规则。规则好了解，因为一目了然；但是潜规则却不易领会，因为需要悟性，需要分析，需要总结，也需要点拨。而当两种规则交织在一起的时候，对于一个外行来说，大多是需要花费很大的代价来学习和掌握的。《股市潜规则》一书适合那些股市入门新手，也能帮助那些长期潜身股市，却屡战屡败的投资人，同时还能让股市外的观望者了解股市。





怎么才能在股市中立于不败之地，既把大把大把的钱赚到自己口袋里，又不至于在股市风向转变时一朝之间分文不剩呢？在迈克尔·帕内斯的《股市潜规则》一书中，我们可以找到一些答案。

1998 年 1 月，迈克尔·帕内斯用手中仅存的 3.3 万美元开始了在线交易。由于在此之前他盲目听信了一个经纪人的建议，在仅 6 个月的时间里损失了 15 万美元的积蓄。之后，他决定孤注一掷，要把损失的钱再挣回来——不依赖任何人，完全靠自己，也不管付出什么样的代价。于是，他专心致志地研究起导致股价涨落的原因，开始买进一些股票，自己做起了交易，并仔细研究了造成股市波动的大众心理。1999 年 1 月，他将手中的一些糟糕的股票卖了几千美元，在一个网上经纪人那里开了一个账户。他做的第一件事就是买进了“美国在线”(AOL) 的 4 个看涨期权，因为这家公司的股票可以说是天天见涨。如果公司的股票一直往上涨，他的期权自然会生钱。不久之后，他在一篇报道上看到一家 Data 广播公司将创建嘉信理财公司作为其独立的子公司。迈克尔·帕内斯想，这家网络子公司这么做必定会给母公司带来巨大的利润。后来他又看到另一家网络公司德里亚斯也准备将它的一部分分拆出去，成立独立的零售网分公司“网上冲浪店”。于是，他卖掉了自己的旧股票账户中剩下的劣等股票，转而购买了这两家母公司的股票。几个星期后，这些股票的价格果然上涨了一倍。

从那以后，迈克尔·帕内斯开始认真地思考股市的运作规律，他认为搞清楚股市里大致的发展趋势就是交易的全部机密所在。随后，他做了大量的调查，试图发现还有哪些因特网公司在用部分资产组成新的子公司，并购入它们的股票。他寻找规律，确定什么是买进和卖出的最佳时机。到 4 月初，他已经赚了好几十万美元，但股市开始回落。虽然迈克尔·帕内斯曾经读到过关于互联网股票通常会在 3 月和 4 月初公布盈利报告后跌价的报道，但他并不清楚在这个时候自己应该做些什么，只能眼睁睁地瞅着自己手里的股票一个劲地下跌，这时的他意识到自己还是没有掌握在任何股市里都只赚不赔的基本要领。于是，他开始思考如何在股市回落时，甚至是每个股民都闻之色变的熊市里赚钱了。他开始自己学习卖空，从很小的一些交易开始。同时，如果任何交易不符合他的想法的话，他开始严格地执行止损。他继续钻研股市里的成功之道，每天都关注着 CNBC 的广播，同时对各家公司进行了细致周密的研究，还和其他交易人进行探讨，经常熬夜研究这些重要的课题。1999 年 7 月的股市回落又来了，这次他作了充分的准备，还通过卖空赚了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

钱。而《股市潜规则》一书，正是迈克尔·帕内斯根据自己多年在股市中闯荡所掌握的规则和实践经验而写成的。

《股市潜规则》全书共分为三个部分，在第一部分“做好赢的准备”中，迈克尔·帕内斯向投资者阐述的是如何了解自己的能力，确定自己的交易能力以及怎样寻找到适合自己的交易风格；第二部分“智力游戏”主要讲述的是遭遇对手时应该怎么办以及导致投资者失败的八个心理缺陷；第三部分“为成功而炒股”则具体论述了选择股票的正确方法、错误的选股方法，如何建仓、持仓和平仓以及有效资金管理的六个关键等方面的内容。迈克尔·帕内斯通过自己的实践经验总结出：证券交易所里没有什么秘诀或“体系”能够使投资者一劳永逸地成为股市中的赢家，但是这里面有一些简单的原则，它们可以在交易中起到扭转乾坤的作用。只要投资者遵循这些原则，不存偏见、总结经验、吸取教训，就会变成一个聪明、能干而且始终如一的交易人，能够在适当的时候作出明智的判断，从而把握住大多数的市场机会。

在《股市潜规则》一书中，在迈克尔·帕内斯告诉投资者很多有实际意义的经验，比如股市一天天见涨的时候，人们开始幻想着股市是只升不落的太阳。其实那种感觉是一个很好的先兆，说明股市就要接近顶点了。其实回落是一种保证股市健康运转的良好机制。如果股市直升几个月而从不回调，那它就会变得极不稳定，以至于最终它会一朝之间全线崩溃。相反，股价上涨一段时间，然后回调一点儿，为下一次上涨积聚力量。健康的股市必然会有回落，我们必须能够预见股市的回落并使它为我们服务。不管股市上升还是下跌，如果你想赚钱，想至少保住你自己的本钱，都可以参考迈克尔·帕内斯的相关投资技巧。



玩了就要赢



打开《股市潜规则》这本书是你向成功股民迈进的第一步。要改善你在股市中的境况吗？翻开扉页，就已经成功了一半。在这本书里，迈克尔·帕内斯将教会未来的成功交易人或投资者如何重新制定战略、找到适合自己的风格、了解市场心理学，以及克服会让自己一失足成千古恨的心理弱点。他将教会读者如何分辨好的和不好的股票，如何自始至终成功交易，如何在熊市里稳坐泰山。从这本书，读者将学到对于交易至关重要的理财技巧，以及如何在全军覆没之后重整河山。

《股市潜规则》一书是刚出道的交易人和投资人的游戏指南，但对于那些股市的老江湖们来说，如果你想重出江湖，运筹帷幄，也不妨拿来一读。有经验的股民读者可能会发现书中有些是自己听说过的知识和原则，那没什么。迈克尔·帕内斯在和各个阶层的交易人和投资人打交道的过程中，发现再有经验的人也会时不时地犯一些常见的错误。于是在该书中他清楚地列出了应该注意的基本原则，并一遍又一遍地强调，许多人都觉得受益匪浅。人性如此，“明知”往往还要“故犯”。这也就是为什么一定得学会分析自己的心理倾向。成功的第一要义就是，你必须牢记那些基本规则并始终如一地遵守。

《股市潜规则》一书会让很多投资者改掉旧的坏习惯，因为那些做法使他们无法让市场为自己服务。很多人认为要在股市里赚钱，要么得是了解内情的人，要么就是运气好，既不知内情也没有鸿运往往会难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以获利。迈克尔·帕内斯则认为运气跟股市的成功与否没有关系，因为股市毕竟不是赌场。它是一种对知识、自制力、耐心的综合考验，是一种实干家获胜而赌徒必输无疑的游戏。想要成功，需要的是一个求胜的交易人的信念和意志力，以及不断学习的坦诚和严明的纪律。在股市里，或者说在生活中，没有什么是100%正确的，但是赚钱可不需要你事事正确，你只需动作敏捷一点，在犯错误的时候把损失减少到最小就行。试想，即使你只有60%的时候是正确的，如果你能做到上涨15%即卖出，下跌7%即止损，你想不赚钱都不行。股市上也有很多意想不到的礼物等待着你，你需要做的，是振作精神！正如迈克尔·帕内斯所说，当然，如果你让股市一步，它也会毫不留情地把你扫地出门，连句“对不起”都不会跟你说。有的投资者或许已经在股市里赔了钱，于是想从《股市潜规则》这本书中学到如何提高自己的交易技巧。迈克尔·帕内斯将教给你的，是如何作好知识上、心理上和情感上的准备，去把股市给你准备的让你眼花缭乱的钞票拿回来，不管你手里有3000还是300万这都不重要，重要的是一旦涉足股市，玩了就要赢。（佚　名）



趋势基金在线的创立者



迈克尔·帕内斯生长于纽约的昆斯区，家里差不多是家徒四壁，继父是个出租车司机、推销员，偶尔会写一些喜剧。迈克尔·帕内斯小时候，继父给他们兄弟姐妹的圣诞礼物经常会是一张“欠你们礼物”的纸条。迈克尔·帕内斯在十几岁的时候常常因吃不饱肚子不得不勒紧裤带，有一度甚至无家可归，流落街头。迈克尔·帕内斯曾在赛马赌博上花了不少时间，可以说是在赛马场上度过了整个高中时代，总是幻想着有一天能赢大大的一笔钱，但却从来没有赢过。

19岁时，迈克尔·帕内斯花2500美元买了一大批股票，结果输了个精光。虽然在诸多领域的投资都以失败告终，但是迈克尔·帕内斯还是从中学到了一点理财知识的。20岁以前，他送过外卖，开过出租车，干过保安，后来卖连环漫画册赚了不少钱。他在纽约各酒店里所有的大型连环画册展台上都摆过摊位，而正是在经营生意的过程中，他开始研究起市场的实用心理学。在刚过20岁的那几年，迈克尔·帕内斯又尝试了投资，这一次他找到了一个“体面的”经纪人，买了一大批股票，开始关注它们的涨落，结果又一次输光了所有的钱。于是他决定从此金盆洗手，远离股市，追求自己一生的梦想，成为一个剧作家和电影编剧家。他搬到曼哈顿，在一间酒吧里做男招待，因为那是纽约城里不少名不见经传的所谓艺术家们聊以谋生度日的地方。接下来的几年里他一边在纽约的各个酒吧里调酒，还在夜间营业的俱乐部里做过保镖，一边写自己的戏剧维持生计。由于穷困，有一段时间他没有钱交房租，以致无家可归，不得不在朋友家里凑合。现实生活的窘迫使迈克尔·帕内斯几乎绝望时，一次在酒吧里调酒时他偶尔读到一篇《纽约时报》的报道中说旧的棒球卡开始增值了，棒球卡市场火暴起来，而他曾经收藏了很多这些的卡，一直没有扔掉，于是他卖掉了自己的卡，挣了一大笔钱。

迈克尔·帕内斯是一个好奇的人，他非常想弄明白这个火暴的市场是如何运作的，怎么才能把它变成一种生意。他从弟弟那里凑了些钱，卖起了棒球卡和体育纪念品。他还专营那些20世纪70年代用蜡包装起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来的还未打开过的卡，并成立了蜡人有限公司，他开始懂得了时机的变化可以让一个买家手里的东西增值。在以后的 8 年里，蜡人有限公司成了美国最大的棒球卡特许经销商之一，迈克尔·帕内斯的生活也开始好转起来，他决定再到股市里去闯荡一番。当时正好他有个朋友是一个证券经纪人，他倾囊而出，将自己 15 万美元的积蓄全部投资到股市，并结束了做棒球卡的生意。他的经纪人朋友告诉他买谁家的股票，他就买谁家的股票。一开始，迈克尔·帕内斯所持的股票全都涨了，但是后来却不停地下跌，他因而沦落到了曼哈顿的一个月租金仅 550 美元的肮脏简陋的小破公寓里，不得不重拾写电影剧本的行当以维持生存。在那间阴暗的寓所里暗无天日地待了几个星期后，迈克尔·帕内斯再次来到已经有些晃眼的阳光下，发现股市又开始回升了。纳斯达克指数又突破了新的纪录。迈克尔·帕内斯开始找一些东西来读，订阅一些免费的信息服务，并开始思考那一场灾难是如何发生的，怎么才能把自己的钱再赚回来。在仅仅一年多的全天交易之后，迈克尔·帕内斯的户头上增加了好几百万美元，他挣回了几十倍的收入。他从亏本先生变为成功的交易人的故事让许多人都为之一振，进而相信即使自己不过是个小人物，但仍可以在股市上大获全胜。

迈克尔·帕内斯后来开设了一个在线交易网站 TrendFund.com（趋势基金在线），帮助成千上万的交易人成为和他一样纵横于各类股市的高手，《华尔街日报》、《财富》杂志以及《纽约邮报》对他进行过特别报道，他还接受过纽约财经频道的专访，并在 CNN 财经频道 FOX 新闻台的节目和其他电视节目中频繁露面，他的故事还被好莱坞的一位大制片人选为电影素材。



第三章　自我实现



股市不是赌场

成功的股票交易人各有各的风格，但是有一种风格你在他们所有人的身上都看不到：那就是赌博心理。

有些人真心觉得股票交易，特别是日间交易就是赌博，而对于交易人来说，股市不过是一个被粉饰一新的网上赌场。咳，这可不对，宝贝儿！你要是觉得成功的交易人都是赌出来的，那你就大错特错了。

任何生意或者财务上的创业投资都存在着一定的不规则性和风险性。其实任何事情，无论是投资，还是买下当地的小冰淇淋店这样实实在在的事情，都存在着财务上的风险——只要你投了钱进行某一种创业投资，你就有可能赔点钱或者把所有的钱都赔进去。自从资本主义产生以来一直如此。一切合法的商务投资，无非就是承担管理和控制风险的责任。我们完全可以这样说，能否有效地进行财务管理，正是盈利的交易人和亏本交易人的区别所在。

赌博并不属于合法的商务投资。如果你还有钱输，那不过是消遣娱乐，一旦钱输光了，则要么绝望失意，要么好赌成性。这儿没有什么风险管理可言；你不过是闭着眼睛把钱往赌场里一扔，至于接下来会发生什么全在大意，和你自己的主观努力完全不沾边。输赢全看运气。

任何实质上在赌博或者基于一种赌博心理的股票交易方式都是注定不会成功的。坦白地说，许多人虽然自称

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是股民，其实却是在进行长期赌博——你看，他们对自己投资的公司几乎一无所知，而那些有悖常理的所谓牛市绝不可能再持续五年不落，除了赌徒，你还能叫他们什么？如果你认为股票交易或投资是赌博的话，或者如果你自己干脆就打算扔一把钱、炒一把股票，而没有认真地制定一个以股市行情为基础的交易战略的话，我劝你还是现在就去把这些钱捐给慈善事业吧，因为那样的话，至少你还把钱给了需要它们的人。股票交易需要进行规划、研究、制定战略并将风险控制在一定限度，只有这样，才能使每一笔交易的风险－收益比都对自己有利，如果风险－收益比太高，根本就不要做交易。

以必胜的信念开始你的炒股生涯

我曾经听到有人说在开始学习炒股的时候必须做一些赔点钱的打算。绝不是这样的！你永远、永远都不能抱着赔钱的想法去炒股。打算赔钱纯属失败者的心态。它会让赔钱变得理所当然。相反，你应该意识到股票交易是一种总体的百分比计划——并不是每一笔交易都可以带来利润，但是如果某一笔交易不能为你带来利润，你至少应该保证不赔太多，因为你已经采取了限制风险和保障资金安全的措施（见第 11 章讨论的“财务管理”）。只要你在好的交易中赚的钱比在赔本交易中赔的钱多，你就算得上是一个成功的交易人了。

你必须从一开始就让自己有一个必胜的心态。要有一个良好的开端，很重要的一点就是现实地对待这个问题，因为如果期望值过于理想化，即使你干得很不错，也会觉得自己在赔钱，这会导致你因为追求太高、太不现实的目标而冒不必要的风险；另一方面，如果你在某一笔交易中获取了很高的利润，就会幻想所有的交易都应该如此成功。

有三条游戏规则是一个成功的股民需要始终牢记在心的。这三条规则适合任何交易风格或交易风格的组合：

1. 炒股是马拉松长跑，不是百米冲刺。炒股可不是一夜暴富的事儿，它是一个通过自己的长期工作而努力赚钱的过程。你总不至于因为想着在第一个月赚它 100 万而在头几周里毁掉自己的全部资金吧？想一想那些马拉松运动员：他们知道整个全程得跑 26.2 英里，所以要是一开始就来个“生死时速”的话，那无疑是白痴的做法。那样的话，他们跑 5 英里就精疲力竭了。于是，马拉松运动员们寻找到了一种适当的节奏，这种节奏能够保证他们坚持几个小时的时间，并最终跑完全程。股票交易也是一样，你的目光需要放得远一些，否则就会犯致命的错误。想下个星期就让账户里的钱翻一番的人，或许根本就不该来炒股。

2. 每天只赚不赔是不可能的。在股市诞生以来的历史上，还没有哪个真正炒股的交易人是每天只赚不赔的。谁告诉你他只赚不赔，他肯定是撒谎！不是别的，只因为股市的运作方式不是这样的，也没有理由非这样不可。幻想每天赚钱无异于幻想每一笔交易都能赚钱——这纯属毫无见识，并且会导致你因为孤注一掷地企图达到那些不现实的目标而做出极其愚蠢的行为。其实，你并不需要每天都赚钱。如果你股票玩得不错，你会做许多实实在在的交易，偶尔也会有巨额利润进账，这样日积月累，你的股票账户会越来越大，看上去也会备受鼓舞。

3. 击一垒打，而不是本垒打。做好股票交易的关键是要有计划地进行实实在在的交易，其成功的可能性应该很大——也就是说要有一个很有利的风险－收益比。如果你的股票炒得不错，收益很高，你也就算是尽职尽责，大功告成了。如果有时候你的收益还超出了原先的期望，就权当是天上掉下来的馅饼。职业棒球手通常不会一上手握棒就击本垒打。他们知道大多数时候先来个安全的一垒打要聪明得多，这样他们就稳稳地获得了第一垒而领先于其他对手了，如果他们先击本垒打的话，则很可能击球腾空，被对手接住而输掉。股票交易中的情况也是如此。交易的目标应该是一个实在的、不高不低的收益，一旦获取了超额收益，应该心存感激。扎扎实实地击一垒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

打可不是说让你在股市疯涨的时候也谨小慎微地限制自己的收益；我这里谈的问题是，不要将自己的期望定得过高。如果你在一笔交易上耗费的时间过长，总是想获得过高的收益，你就有可能冒很大的风险，最终惨淡收局，还不如见好就收来得划算。这么说吧，如果你做了四笔收益一般的交易，分别是5%、3%、4%和8%，加起来和做一笔收益高达20%的交易所赚的利润一样多，如果你的账户一直在累计的话，利润甚至更多，而且要知道，这些利润来得要安全得多。

让炒股充满乐趣！

不管你最终选择了什么样的交易风格，有一点应该永远是你的风格的一个重要组成部分，那就是乐趣。股票交易意味着一个人在电脑屏幕前一天坐几个小时，你需要发挥你的创造力和想象力，整天神色凝重地把自己的弦紧绷那么长时间，谁都受不了。

给自己找点儿乐。常常开口和股市或CNBC聊聊天说说话，跟他们拉拉家常；股票炒得不错的时候站起来跳个舞、轻松一下；股票大赚一笔的时候得来个疯狂的劲舞大庆祝一下；和其他股民在网上聊聊，四处开个玩笑讲个笑话什么的，在分享信息的同时，把爱撒播给他人。

我自己是这样找乐的。交易的那一天，我一大早起来要举行一个仪式。像一个瘦削而卑微的日本隐者武士准备当街跟人武斗一样。首先我要穿上黑色袜子和黑色内衣裤——黑色是隐者武士的颜色。然后我要吞下自制的果蔬汁，那是我用39种果蔬和水混合调制而成的。闻起来很古怪，喝起来也极为苦涩，不过它会让我精力充沛地投入一天的战斗。再喝两大杯萝卜甜菜汁，我就可以正式开始啦，那颜色嘛，当然是紫不拉叽红不拉叽的，不过那正是隐者武士所需的养料。现在可以投入战斗了。炒股，赚钱！



第5章　导致失败的八个心理缺陷：了解你的致命弱点

你最大的敌人是自己

历史总是在不断重演。这在股市上绝对是真理。

正如我们在上一章所说，股市里并非充满了神秘的精灵古怪，其实股市里全都是可以预知的趋势和不断重复的模式。它之所以可以预知，就是因为这里发生的每一件事都是股市里的股民动机的结果。它们的全部依据就是你在中学里学到的人性的那些基本原则。

股市并不是世上唯一可以预知的，或者唯一根据人性原则运转的东西。在你的交易中还有一个因素也是以这些原则为依据的，那个因素就是你自己。

在交易中，你最大的敌人是你自己。那是因为像所有的交易人一样，你也有自己心理上和情感上的致命弱点，它会让你在交易中一而再地犯同样的错误，而且根本无法意识到这一点。成功的交易人和失败的交易人之间的分别就在于，成功的交易人已经认识到自己心理上的致命弱点，并已经学会去控制它们，所以成功的交易人不会破坏自己的交易，颠覆自己好不容易获得的成功果实。

许多人说股市里只有两个驱动力，那就是贪婪和恐惧。从最简单的层次上说，这是对的。贪婪使人们不间断地买进，恐惧使人们无止境地卖出。但是另一方面，使交易人在股市中获益的也正是贪婪和恐惧。一定程度的贪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

婪，或者至少是想赚钱的欲望，是使人们置身股市、追求成功的第一动机，恐惧也可能是一个我们感到危险或灾难即将降临时的健康反应。它会让我们抽身离开那些导致我们毁灭的情境。

但是如果超出了合理的程度，贪婪和恐惧就会成为导致交易失败的两个心理缺陷。这样的缺陷还有六个。我把它们统称为“导致失败的八个心理缺陷”。有许多交易人可以通过研究他们曾经犯过的错误，来识别这八种心理和情感弱点。这些弱点完全可能导致你的毁灭。比如说，骄傲是一个特别致命的弱点，它会使你无法拥有健康的恐惧感而抽身离开可能置你于死地的仓位。愤怒和你个人生活所造成的其他情感压力则会让你根本没有在股市获胜的欲望。欲望、贪恋和嫉妒是贪婪的特殊形式。懒惰则会使你变成一个赢不了的交易人。

那些不断失败的交易人在股市里犯的错误不外乎这里列出的八种。看一看我列出的单子，看看以前有多少失败的交易都是由于这些罪恶把你带到了灾难的深渊。

导致失败的八个心理缺陷

1. 贪婪。正如我下面要说的，赚钱欲是成为一个成功的交易人的首要动机，绝不是什么坏事。但是成功欲不同于贪婪，如果交易人一定要从每一笔交易中攫取最后一分钱，那可就是一宗罪了。这种不计后果的贪婪使交易人在股市下跌超过上涨、风险大于潜在收益之后仍迟迟不肯离场。

举例来说吧，有一个贪婪的交易人看到 BUXX 的股票开始上涨了；股市里传出好消息,该股票的价格在一天内已经上涨了 20%，而交易量还在增大，目前价格稳定，市场正处于上升走势，看来 BUXX 还会越涨越高。我们这位贪婪先生于是以 6 美元的价格买了 1000 股 BUXX。到中午 12:15 分，该股票已经疯涨到了 10 美元，今天的收益率已经超过 66％了，也就是说他已经用 1000 股赚 4000 美元利润了。

贪婪人非常清楚，像 10 这样的整数是股票交易中的一个心理阻力价位，而如果股票将放慢涨速，很可能就会在类似这样的价位上开刀了。果然，股价在很短的一段时间里上升到 10.03 之后就停止了上涨。开始下跌。贪婪人知道他应该现在离场，以后再进，可是他却迟迟不能做出决定。

假如它继续上升到 12 再停下来呢？也就是说它来个 100％收益率，那也是个整数啊！要是我现在太急于出货，少挣 2000 美元，那我可是不会原谅我自己的！

这以后呢，当然是 BUXX 的股票下跌到了 9.50 美元，然后又跌到 8.75 美元，该股票的收盘价格为 8.90 美元。第二天股市开盘时没有什么大的动静，贪婪人于是很幸运地以 8.70 美元抛出了他手中的股票，比他原来可能拥有的利润少了 1300 美元。

如何避开贪婪的诱惑呢？一个办法就是虔诚地变现。你得把它们拿到手！至于说你离场后股票再上涨一两个美金什么的并不重要，问题是你需要赚取一个净利润，用比此前更多的资金全身心地投入下一笔交易。一旦某一笔交易的风险太大，那么与其在一棵数上吊死，还不如投入下一笔交易，因为下一笔交易的上涨势头比下跌势头要大（如果不是这样的话，你根本没有理由吃进，不是吗？），而就原来的那一笔交易来说，下跌之势已经大大占了上风，你想再赚更多的钱似乎是不可能的了。

2. 骄傲。单是 2000 年这一年，骄傲的弱点就肯定让成千上万的人损失了成百万美元。这种交易罪不外乎不肯在赔本的交易中承受小额损失后离场。骄傲的另一个说法其实就是固执。为什么人们不肯承受小额损失，在离场后开始更赚钱的交易呢？因为他们不肯承认他们当初的建仓决定并不明智。他们不想承认他们在炒股决策上犯了错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我并不认识每一位读者，但是我想作为一个人来说，期望自己在每件事情上都是正确的绝对是一件愚蠢的事儿，也肯定是欲速而不达。好啦！现实一点吧！任何一个成熟的人都不会装作事事正确、时时英明的，不是吗？在我看来，那简直是孩子气而且愚蠢透顶。成熟的人会意识到他有时是对的，有时是错的。他在每件事上都尽可能做对，但当他错了的时候，他会很坦荡地对自己和周围的人承认这一点，改正错误，朝正确的方向努力。如果你不再把你的错误多坚持几天、几周，甚至几个月的话，抛弃错误做法、从中吸取教训实在是容易得多！

举个例子吧。有这么一家“两可公司”的股票价格是每股 20 美元，骄傲的交易人啪地甩下 1 万美元说要买 500 股。他认为两可公司的创新软件背后的理念肯定是该技术领域的一次重大革命，而且他也阅读了大量可靠的资料支持自己的这一想法。最近一段时间以来“两可”的股票价格在稳定增长，从 16 美元涨到了 20 美元。购买两可公司代号为 AMBI 的股票看来也并不是一宗毫无道理的交易。

可是不知为什么，新理念迟迟不能付诸实现。骄傲先生的 AMBI 股票已经捂了三个星期了，股价呢，和他刚开始买进时基本上没有什么区别。涨一点，跌一点，再涨一点，如此而已——交易在一个范围内进行，没有什么迹象表明它会有大的波动。接着股市进入低迷，所有的技术股都开始暴跌。AMBI 并没有一下子套牢，但在其后的几周时间里它又逐渐跌回到了起初的 16 美元一股。交易量自然很小，似乎没有人对两可公司的股票感兴趣。

骄傲人坚持认为，如果他持之以恒地握住 AMBI 股票不抛，股票不仅会反弹，而且人们还会在股市认识到它的价值时给他带来巨额的利润。就这样 5 个月过去了，股票价格忽上忽下，在 15 美元和 16 美元之间徘徊着。最后，在 6 个多月之后，两可公司的股票忽然疯涨了起来——涨到了 22 美元。骄傲人这下美了，觉得自己甚是英明，这时他也确实赚了钱。不错，这下他可以在他的朋友面前大肆炫耀一番了，他们一直认为他不可能在这家公司的股票上赚一分钱。他赢了！他逢人便说：“怎么样？我告诉你这东西最终会火起来的吧？”

可是谁在乎这个呢？实际上，为了这 10%的利润，骄傲人已经把 1 万美元在这种股票里捆了 6 个月，而如果他早一点转向更好的交易的话，可能他每周就至少能赚那么多利润呢。其实，认为 AMBI 一定会上涨也没有什么绝对的道理，而骄傲人就是没有离场的计划。

而真正恐怖的事情是 AMBI 极有可能跌到 6 美元一股！

3. 欲望。我这里要讨论的问题是，有些股票十分吸引人。读者一定知道我指的是什么：那些如日中天的股票，那些人人谈论的股票，人人都觉得买了就是赚钱，不买就要赔了——也不管交易到底有没有意义。

人们总是在追逐诸如此类的热门股票，总觉得不买点热门股票简直就等于没炒过股。每当有什么股票突然间价格上涨，就总是有重复的故事发生：看到它火了起来，人人都想（根本不加考虑地）参与，最后他们一路追着股票的涨势往里投钱，以至于整个交易变得毫无意义。

这种行为是纯粹的情绪化，而没有思考。这是你的博傻心理在作祟。

我讲个例子，诸位就明白以后什么事情不该做了。比方说你在跟着众人炒作一家“满灌系统执行有限公司”的股票，代码是 SEXY，它在一个热门的板块，刚刚宣布进行股本分割。SEXY 现在的价格是每股 18 美元，你认为到分割时它将会涨到 25 美元或者更多。股市现在情况不错——牛市，看来这也是一笔大买卖。

问题是 SEXY 在过去的四天里一直在涨。开始时它的价格是 12 美元，等你注意到它的时候它已经涨到 18 美元了——涨了 50%，现在还在涨。离股本分割还有一个月，而你也很清楚从现在到股本分割之间的这段时间它很可能会冷却一阵儿。尽管如此，听到每个人都在谈论 SEXY 和系统执行板块，你就想，会不会它就这么一直疯涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下去，成为又一个大牛股？要是错过了这班船，你岂不是生不如死？还有啊，你也想跟人炫耀说你拥有了一个 SEXY 的仓位。

于是你在 18.50 美元的价格建了仓，买了 1000 股，等着发财。

在其后两周时间里，SEXY 涨到了 19 美元之后就改变了方向，开始节节下跌，丢了涨势，晃晃荡荡跌到了 17 美元。接着几家纳斯达克的领袖公司宣布盈利预警，股市暴跌，SEXY 也降到了 15 美元，你也经不住诱惑，在 16 美元的时候卖掉了一半仓位。随后一周该股票交易维持在一定水平上，然后开始了股本分割前的暴涨。你原计划在股本分割后的一两天里出仓。SEXY 在股本分割后的第二天涨到了 20.50，交易量也就此衰竭，你最后清仓时的利润为 2 美元。可是因为你在 16 美元的时候卖掉了一半，就等于那一半股票你每股损失了 2.50 美元，500 股的净损失就是每股 0.50 美元。

问题出在哪里了呢？

问题就出在你没有让股票来找你，从而取得主动。相反，你在股票价格上涨的时候跟在它后面跑，而且你非常清楚，按股本分割趋势规律，股价可能会在上涨之前下跌一下的。

你很清楚，暴涨之后它会先跌一跌，不会真的再一路涨到 25 美元，你也清楚，如果在 18 美元的时候买进，你付出的代价就太高了。可是你竟无视这些你知道的、更大的可能性，而偏要去想那些或许——只是或许会发生的，明知道发生的可能性真的是微乎其微，你还能怪谁呢？作为交易人，我们应该让股票来找我们，在我们认为合理的价位买进。如果那家股票造了一大冷门，就是只升不降，那也没关系，毕竟股市上还有许多家股票可以炒，有些股票的价格肯定会降到你理想的买进价位的。你并不一定要拥有 SEXY。两个月后除了你自己没有人在乎（其实即使现在也没别人在乎）你买了什么股票，你总不会想永生难忘这家股票，就因为它让你赔了一书包的钱吧。

那么，我们应该如何正确对待 SEXY 股票呢？

当股市处于牛市的时候，股票很可能会在公司宣布股本分割之后上涨，涨上几天后再跌宕一阵，在股本分割之前的一周左右又开始涨。如果趋势如此，又没有什么确凿的证据证明这家公司的股票能一时涨上天，你就应该等上几天，等股票跌下来稳定一阵再买。假如当时你是在这时买进 SEXY 的，你就可以以 16.50 美元买进，以 20.50 美元抛出，买进的 1000 股每股赚 4 美元，还是不错的。假如你有充分的理由认为该股票还会继续涨，你可以在比较高的价位先买进你想买数量的一半，等价格降下来后再买另一半。因为如果那个价位真的高了的话，也不过是减少了你的利润而已，还不至于赔本。

股票在一周内上涨时你也必须使用同样的战略。由于上涨的股票通常在午餐时间（美国东部时间 1:00~2:30）回落，那通常是一个很好的买进时间。要是高价买进，看着股票跌跌荡荡地落下一阵，再一路晃晃悠悠地回升到你购买时的价格，这时你才余惊未平地想，这回可能终于能赚点儿钱了——都这么交易，可真够让人提心吊胆的。除非股票走势相反，卖空的情况也是一样。不要追着股票的落势卖空。等一等，等它的价格回升一些了你再退出。

4. 嫉妒。嫉妒先生看人家买什么他也买什么（或者说是人云亦云）。然后他心里就老是拧疙瘩，担心是不是人家每周都能赚 30% 的收益啊，是不是人家都发现了什么绩优股没告诉他啊，是不是大家都知道自个儿炒股天天赚钱就蒙他这个冤大头啊，等等。这就导致他总是去做他想象别人会做的事儿，总比别人慢一拍，而那些做法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本来也没有什么创意。他得去追逐那么多股票，最后简直都把自己搞糊涂了，不知道应该拿它们怎么办。忘了小学老师教你的谚语了吗——如果你追的兔子太多，最后它们都会跑掉的。还有，嫉妒先生还会犯贪恋之罪，在股票上升的时候追逐其后，而不是等着股票来找他。

嫉妒先生没有意识到，人们的大多数议论要么是太过夸张，要么根本不值一顾。他不懂得无论如何，他要做的是全当它们是耳旁风。他不了解股市上每出现一个聪明的交易人，后面就会有 100 个可能不错的、根本不行的，或者干脆就是笨蛋的交易人。

嫉妒有一个表兄叫好胜。有些交易人总想要向别人证明他们是最好的、最聪明的、最了不起的。他们需要问自己的是：我们炒股究竟是为了什么——是争强好胜还是赚钱？你当然应该先集中精力赚钱才对。如果你好胜心强，总想做给别人看，那你最好去干点别的活。炒股的唯一理由就是赚钱，要是你老是在那儿和你的假想敌一争高下，那你永远也赚不了钱。

聪明的交易人不去管那些闲聊、谣言和吹牛，而是用自己的知识和判断去发现有意义的、他自己充满信心的交易。这并不是说他掩耳不听目前股市的嘈杂——股市的噪音有时会带来很好的交易机会。

但他知道对自己的每一笔交易应该有一个什么样的期望值，及如何实现这一期望值，而不是一天到晚伸长了脖子担心别人都在做什么。

5. 贪多。贪多小姐是她自己成功的牺牲品。她炒的这股那股，运气总是不错，于是她就没完没了，最后自己的整个仓位都让某个公司或板块的股票占满了。

一般来说，股市中的板块都是一起波动的，经常是一个板块股票下跌，另一个板块的股票上涨。板块股票都是有周期的，也就是说它们都有自己的上升期和下落期。没有一个或一类股票总是那么红火，当某一个板块的龙头股遇到了麻烦，一般来说其他公司的股票也都跟着倒霉了。

贪多小姐在一次大的板块涨潮中买进了一些生物技术行业的股票。她买来了生物宝治疗公司和莱得基因有限公司的股票，这些股票实在是摇钱树，一度每股上涨了 40%，于是她又买来了生物奇迹公司、生物救世主公司和哈路利亚基因公司的股票。这么做使她清空了所有其他的仓位，那些也是一些技术公司的股票，还有几个公司是那种传统的蓝筹股。

麻烦来了。两天后，美国生物技术的龙头企业宣布它认为在未来 10 年内不会有什么利润。整个生物技术部门在开盘前交易中轰然倒塌，贪多小姐这下惨了，她手里不值钱的股票积压太多，只得不惜巨额损失割肉卖掉所有的生物技术股。

即使是对于短期交易人来说，多样性都是至关重要的。有些股市波动根本无法受到任何保护，如果你所有的仓位都集中在一家公司或一个板块上，你会非常容易受敌，简直就等于去买了一张通往地狱的门票。

6. 懒惰。交易人什么工作也不做，不是吗？他们只需要每天登录交易网站，看看价格上涨下跌就可以赚钱了，不是吗？

错！错！错！这些只有对那些只赔不赚的交易人才成立。懒惰的交易人肯定会成为只赔不赚的交易人，他们最多就是有的时候运气好一点而已，但赚钱是不可能的。懒惰的交易人忽略了对股票的调查和监控，因此他们不会了解自己的股票行情如何，以及为什么如此。懒惰的交易人不会进行充分的思考、制定周密的计划，而没有计划的交易是股市中必输无疑的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

举个例子吧，懒惰的交易人买了一个叫做 MOJO 的股票，因为他看到 MOJO 一个半星期以来一直在稳定上涨。虽不知道上涨之所以然，他却知道 MOJO 是一种所谓的“强势”股票。照他看来，你总不能和摆在眼前的铁的事实作对，如此云云。早上买进后，MOJO 又上升了几个百分点，他不禁沾沾自喜起来：“瞧我多聪明！”

可是令他惊奇的是，MOJO 在下午来了个 180 度大转弯，开始一反上午的涨势，稳定下跌。懒惰的交易人想不出问题出在哪里。MOJO 为什么会失去魔力呢？如果他费一下事，查阅一下盈利日历，就会看到该公司预定在当天股市收盘后宣布盈利报告。稳定的涨势原是因为人们看到了盈利报告日期即将来临，而现在股市的交易人们害怕盈利结果带来什么负面反应，正在变现利润、准备弃了这家的股票，逃之夭夭呢。

这个例子教给我们的教训是什么呢？那就是你必须：

·了解股票涨跌的原因

·了解你为什么要买这家公司的股票

·查阅一下有关该股票的基本信息

·一旦入仓，注意观察股市，核查关于该股票及其所在部门的新闻，监控该股票一整天的态势

·了解该公司即将进行什么活动，如此方可预见股票方向的变化

要是你对这些工作不屑一顾，你炒股的结果只会令你大跌眼镜，而且恕我直言，你活该！想一想那些还没有实现的梦想，想一想你期望通过炒股获得怎样的成就。你真的在乎它们吗？如果是，那你只有付出艰辛的努力，梦想才能成真。

7. 愤怒。对于一个交易人来说，愤怒是最为情绪化的一宗罪。我在这里所说的愤怒实际上是代表所有导致交易失败的情感压力。

至于如何处理，规则很简单：如果你病了，如果你心爱的狗死了，或者老婆和你离婚了，或者即使你只不过是今天诸事不顺、情绪不佳，你都应该停止交易。这一天就去干点别的，或者无论几天的时间，直到自己的情绪稳定下来为止。休息一下，出去散散步，天气好的话，出去沐浴一下阳光，或者天气不好的话看看书听听 CD 什么的，都可以把时间打发过去。

为什么？如果你感觉不好——不管是身体上还是情绪上——的时候去炒股，是决不会做出什么明智的交易决策的。你就是赔钱去了。你或许还会做些自我毁灭的举动，干些毫无章法的事情，到最后你简直就是在故意往股市里扔钱以泄心中的不平。这些或许说重了，但最起码你的心思很不集中，根本不可能集中精力观察股市的莫测风云。

知道什么时候不“入市”是你必须学会的一条重要法则。这一法则在那些不适合炒股的日子——诸如股市的变化毫无方向且变动频繁，以至于做任何交易都找不着感觉，试图交易必将不必要地搅乱资金账户时，也是非常必要的。但是要学会运用这条法则，你必须对自己的心理状态非常清楚，了解什么时候自己的情绪会对资金账户造成不利的影响。不管怎么说吧，不时地从股市中抽身离开那么一两天，甚至几个星期，是很有好处的。离开的这段时间会有助于你重新审视一下那些生活中真正重要的东西。如果你觉得每天不炒股简直活不下去了，那可是个危险的信号，证明你已经对它上瘾了。

8. 恐惧。恐惧是股市的传统刺激因素之一，因此绝对有它有利的一面：阻止你做出不可想象的危险或自我毁灭的行为。但是过多的恐惧就不健康了，而且悖论就在于，它还会导致你做出危险和自我毁灭的行动，具体说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来，就是惊慌失措地买卖股票。

我自己在亏本先生的年代里就常常犯这一宗罪，惊慌失措地买卖股票。买来股票，一看它们跌了，慌了，赶紧割肉，又一看，这些股票转了一圈又涨了，慌慌张张地又在价钱过高的时候买了回来，看它们又转了个圈跌了，再亏本卖出，简直是慌不择路，如此反复，到最后差点把自己那点家当全赔到股市里。高抛低吸就不要提了，我简直是相反——高吸低抛。这无疑是买了张灾难之谷的门票。

这个症状有两个治疗方法：第一是制定一个计划并坚持按计划行事，第二则是对你的恐惧情绪加以控制，不要让它驱使你的博傻心理做出什么自我毁灭的傻事来。

最愚蠢的交易方式就是情绪化地不按计划交易。学会不要轻易地让情绪左右自己的行动，做到心中有数，知道自己在做什么，了解其中的道理，并坚持原则，而不是人云亦云地随风倒。一个好的计划包括一些变通，这样就可以知道在几个可以预见的不同形势下应该怎么应对。如果没有绝对站得住脚的理由，一定要坚持按计划行事，至于说因为自己惊慌失措而放弃了计划，那简直是不可原谅的。

哪些缺陷是你成功路上的绊脚石?

如果你想改善自己的交易技巧，就必须了解自己常常在哪个地方屡次跌倒，只有这样才能识别你自己的心理弱点。因此你需要回顾一下自己在过去的几周时间里做赔了的 10 宗股票交易，能够发现其中的共同之处吗？一定要做到明察秋毫，坦诚地对自己承认最严酷的现实。要成为一个优秀的交易人，很重要的一点就是要能够清醒地看待问题，了解问题的真相，而不要被你自己的美好愿望蒙住双眼。

下一步有点困难了：回顾一下你最近做成功的交易，找找看哪些是因为运气好而成功的。如果运气不好的话那笔交易最终会怎样？在这些交易中你又犯了哪些错误?

找出两个你最常犯的错误。找出你做过的最赔本的交易，看看你在那些交易过程中犯了哪些错误。

从现在开始，交易时你必须时时刻刻地牢记自己的心理和情感弱点。

听起来可能有点儿幼稚可笑，不过我自己常常在我的电脑上贴些看上去很幼稚的小纸条，上面写些诸如“贪婪＝死亡”的短句，并以此来不断地提醒自己。

你的目标不是完美而是学会自控

作为交易人你不应该要求自己始终做出完美的交易，每笔交易都大赚一把，或者在其他各方面做到绝对的完美。给自己施加太大压力只会使自己犯很多错误。不仅“人无完人”这个古训是绝对真理，而且你根本就没有必要事事完美。干嘛那么跟自个儿过不去啊？只要你始终如一，干得不错，在股市上做些漂亮的交易，账户的钱美美地翻上几番，在股市这片天地你就已经是出类拔萃的了。

就说打棒球吧。并不是每个运动员都可以创造纪录，成为最有价值的运动员，或在联赛里拿最高奖金。实际上，即使是棒球比赛中最好的击球手，击中球的时间也不过仅占其全部运动生涯的 1/3。如果我能够在棒球联赛中打主力，并始终如一地做好我分内的事，就很开心了。那是对自己努力的最大回报。作为交易人来说，只要你做得不错，完全可以远远超出其他在股市上炒股的 99%的股民，不要说那些基金管理者、股票分析家还有其他华尔街吹牛家了。

完美不应该成为你的目标，你应该做的是控制住那些阻碍自己成功的情绪障碍。这一点，以及学会遵守所有的游戏规则，是改善交易技巧最为关键的两大法宝。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长期交易成功正是通过始终如一的过硬作风来实现的：始终承担很小的损失，收取高额的利润，始终远离那些过于危险、没有章法的交易，并始终坚持自己正确的想法而不要和明智的判断背道而驰。始终如一是一种纪律，它无论在生活中还是在股市上都会让你受益匪浅。

为成功而炒股

识别自己的心理弱点其目的可不是为了让你觉得自己是个不中用的交易人。即使是那些最好的交易人也有他自己的致命弱点——他们只是认识到了这一点并学会了控制而已。了解自己的弱点，目的在于对自己的优势和弱点有一个清醒而现实的认识，只有这样，才能够在犯错误之前悬崖勒马。对自己的情况，也对股市和自己所持的股票有一个现实而清醒的认识，正是交易人的成功之道。

如果你犯了一个错误，或者如果交易时情绪占了上风，如果——就像人们在股市回升时常说的——你“摔跤”了，也不要因此而痛打自己五十大板。有什么用呢？那只会让错误持续的时间更久。别想着“弥补”那些已经做砸了的交易，那是过去的历史了，已经随着时间的推移而逝去。再说，给自己施加压力去“弥补”某一个错误，可能会导致你强迫自己做不该做的事。你应该吸取教训、重整旗鼓，放下包袱、轻装上阵。你可是为了赚钱上股市的！



第 6 章　和趋势交朋友：选择股票的正确方法

趋势是你最好的朋友

据我所知，趋势交易是选择股票以至于在股市上——不管熊市还是牛市——赚钱的最好方式。股市中有成百上千的趋势，也就是重复的股价波动模式，你应该做的，就是寻找它们。正如读者在上一章中读到的，只要有人在做出交易决策，就会存在趋势，这是因为人是有习惯的动物，会不停地重复某些行为模式。想一想那些为大型共同基金管理交易而建仓或平仓的人。举例来说吧。一个叫艾里克的人住在曼哈顿上西区，在时代广场地区工作。艾里克这家伙精力过人，每天早上 6 点钟起床，去健身房做半个小时的脚踏车运动，随后在推举健身机上训练一圈。在回家的路上他要在熟食店里买一个百吉饼，喝一杯香浓的咖啡。然后回到寓所，洗澡、刮脸、穿戴整齐，沿着百老汇走到地铁，乘 9 号线到达办公室。艾里克每天根本不用戴表，看看健身房、熟食店和地铁里的人就知道现在是什么时候，至于说哪个小子要是有兴趣进人他的公寓偷盗，只需要观察他几天，就能定下最好的作案时间。当然啦，艾里克一年中总有那么几天休假或者生病或者前一天在外面呆得太晚早上 6 点钟起不来。但是在 90% 的时间里，艾里克绝对是个守时的人。

正因为股票和股市都是由人来操作的，它们从整体上来讲也有自己的习惯。这些行为模式就是趋势，也正如某一个入室偷盗者可以很方便地通过观察艾里克的生活习惯来选择很好的作案时间一样，我们也可以通过观察股票的趋势来寻找良好的交易机会。

在我个人的交易中趋势就是我的面包和黄油。股市里起作用的趋势数不胜数，总有些趋势可以借来一用，管它牛市还是熊市。趋势的重要作用还在于每当我看到某一个趋势在起作用，我就知道我决不能逆趋势而行。那将无异于逆着大风大浪游泳，那样锻炼是可以的，炒股要那样可就是不折不扣的傅傻了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

趋势是你的朋友。就像朋友一样，它们在大多数时候会给你很大的帮助，但是有时候它们也会从背后捅你一刀，让你猝不及防。随着我们的成长，我们知道朋友也和我们一样并非完人，于是原谅了那些曾经对不起我们的朋友，对于趋势也应如此。趋势不可能每时每刻都起作用，事实上这也不失为一件好事。因为任何事情一旦变成了绝对，那么它对于每个人来说都是显而易见的了，人们也就开始改变他们的行为从而试图增加其自身的优势。而一旦人的行为发生了变化，趋势就不可能再起作用了。

事实上，那些被所有人都识破了的趋势最后都是这样收场的。总的来看，一旦某种趋势被太多的人所了解，它就不再起作用了。

在讨论如何运用趋势来选择交易的股票之前，读者朋友们必须知道在做任何交易之前必须搞清楚的两件事。

做交易之前必须搞清楚的两件事

无论你选择某一种股票的原因是什么——是因为趋势也罢，是根据对各种图表的技术分析做出的决策也罢，又或许你是一个根据公司基本情况做出决策的交易人——你都必须思考两件事。不管你选择什么股票进行交易，这两件事必须成为你的决策过程的一部分。如果你能有这个自律，每次都问自己这样两个问题，而一旦得到否定答案时就停止交易的话，你不久就能成为一名优秀的交易人了。

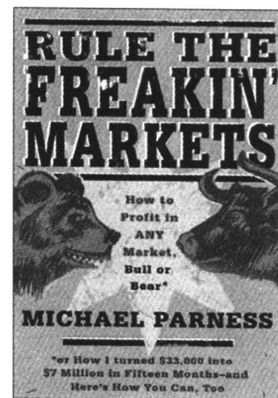
你在做每一笔交易时都必须问自己的两件事是：你有没有令人信服的理由坚信这笔交易能够成功，以及这笔交易的风险－收益比如何。

你有没有令人信服的理由坚信这笔交易能够成功?

在购买任何股票之前，你必须能够列出足够充分的理由证明该股票在不久的将来一定会增值。如果你决定卖空，则必须有足够的理由坚信它会贬值。

有些交易人买股建仓的理由实在让我觉得可笑，尽管我还不能算是个爱钱如命的人。事实上我曾经听人说他们买股票是因为“想看看这家股票的行情如何”，他们觉得蛮喜欢那家公司，觉得该股票“即将有所突破”，或者他们觉得——这个可得买！——手里攥着这家公司的股票“挺好玩儿的”。

挺好玩儿的？嘿，哥们儿，你还是别在这儿玩了！你要是想要好玩的东西啊，最好像我一样去给自己买点新鲜有趣的玩具玩玩，超级恐龙啊什么的。要说这个世界上好玩的东西我知道得多了，但在股市上赔钱可决不好玩儿。再说了，股票是用来赚钱的，不是让你摸在手里玩的。要么利用它们，要么干脆抛掉他们!



《股市潜规则》
英文版封面

还有其他的那些个没有道理的原因，好吧，我们也来分析一下。“想看看这家股票的行情如何”，这在我听来像在赌博——扔些钱在那儿看看你自己运气如何，输还是赢。在股票交易中这种赌博心理是没有一席之地的——在股市上赌博肯定得输，就像美味可口的日本寿司，你放两个星期再吃，肯定得生病。至于说“喜欢”某一家公司，那纯粹是幼稚的表现。人家公司可不喜欢你，公司的管理阶层和董事会也不喜欢你，像这样的情绪化也万不可用在股票交易中。你可以喜欢你的朋友、你的邻居或同事，但是“喜欢”某一家公司可就没有道理了，要知道从根本上说公司每天要做的，就是赚取你手中的钱。事实上，任何一家公司都是一架赚钱机器，你也应该竭尽全力从它那儿赚点钱回来。要么利用它们，要么干脆抛掉它们！任何一家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司和它的管理层都想要从你这里赚钱。你就应该抓住一切机会把它的钱赚到你的口袋里。如果你喜欢它的产品，尽管买回来欣赏，怎么喜欢怎么欣赏都无伤大雅，但是在“大是大非”上就得有点儿分寸了，因为喜欢哪家公司的产品并不意味着你同时应该购买该公司的股票。

最后，还有些股民一看哪家公司的问题股“即将有所突破”，就立马敲定去买。这个理由还不像我们刚才说的那些那样愚蠢，不过它也不是一个好的理由。

这么说吧，你是一支棒球队的教练，现在必须选择替补击球员，你是应该选一个击球率为 0.370 的种子选手呢，还是去选一个击球率为 0.100 而可能“有所突破”的一般球员？哪一个选择更为英明似乎不用我多说了吧？你无疑应该选择成功把握最大的战略。任何时候都不要用“或许”作为你的战略口号！

如果你坚持依据充分而确切的理由来选择股票并坚持依据充分的理由交易，还有其他的好处。比方说，你在购买股票的时候就不会那么冲动了，也不会因为听到了什么“小道消息”而卷入某一项交易。

我自己就是这样，如果不是绝对地相信某一笔交易一定能为我赚钱，我决不会花钱购买那家的股票。我知道有些个股的走势比其他的稍好一些，于是我就把更多的钱投入到强势股上，而把相对少一些的钱投入到弱势股中。但是有一点是肯定的，那就是我从来不做自己心里没底的交易。为什么我要做那些我自己都不知其所以然的交易呢？当然啦，我的判断并不总是正确的——没有人永远都是正确的——但是我判断正确的几率比错误的几率高得多，就是因为我只有在有很好的、站得住脚的理由的时候才会买进。另外，有时我知道某些股票交易是不可能赚钱的但又不知是哪些股票，因为我只做自己有把握的交易，我无形中也阻止了自己在那些不可能赚钱的股票上花费不必要的精力和财力。

所以说，在做任何一笔交易之前你必须问自己的第一个问题是，你是否有足够充分的理由相信这只股票能够为你带来实际收益。

该股票交易的风险－收益比是多少？

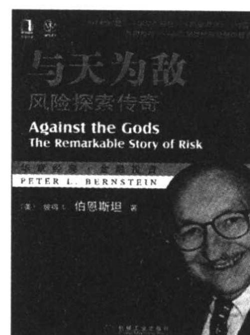
在做任何一笔交易之前，你必须问自己的第二个问题是，它的风险－收益比是多少？换句话说，如果它按照你的计划发展，进展顺利的话，你可以得到多少收益？如果它的行情出乎你的预想之外，你又将遭受多大的损失？要说服自己去做某一笔交易，其潜在收益必须大于潜在风险，而且，超出越多越好。傻瓜都知道，如果某一笔交易失败的可能性更大一些的话，你干吗要卷到里面去呢？如果其成功和失败的几率相同，那样和掷骰子比也好不了多少。你最好还是不要去做。

如果成功的可能性相对失败来说只高出那么一点点，那说明从风险－收益比率的角度来看，你至少在大方向上还是对的，但是那笔交易真值得一做吗？如果目前股市里没有什么好的交易机会的话，你可以等等看。

如何计算潜在收益和潜在风险呢？既然我们说必须在交易之前制定一个周密的计划，同时你的计划应该建立在你对股票行情的判断的基础上，你就必须进行这一计算。对收益的估算应该以该股票的实力、出于相同的原因（趋势）而进行的其他股票的此类交易结果、股市行情，以及据你观察该股票的技术分析和心理阻力价位等因素为基础。

如果你做的每一笔交易都有足够的理由，而且你只做那些风险－收益比非常有利的交易的话，你就是在为成功而炒股，你也一定会成功的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《与天为敌》

【美国】彼得·伯恩斯坦（1919～　）

伟大的统计学家莫里斯·肯德尔曾写道："人类并没有从神圣的上帝手中夺到社会的控制权……而是把它置于机会法则的支配之下。"远瞻未来的一千年，我们能够完成这项工作，同时希望能够控制更多的风险并且取得进步，这样的前景会是怎样的呢？

这个答案必须要看莱布尼茨1703年的训诫，他的训诫今天看来仍然和当初他寄给雅各布·伯努利时一样的中肯："在事件的反复中，大自然已经建立了它的模式，但仅仅是针对大部分而言。"正如我在本书引言中所指出的，条件限制是整个故事的关键。如果没有条件限制，就不会有风险，因为一切都可以预测。如果没有条件限制，就不会有变化，因为一切事件都会和以前的事件完全一样。如果没有条件限制，生活就不会有神秘。

为了理解大自然试图重复自身（但是不完美）的意义，人类所付出的努力激发了本书中众多杰出学者们的热情。但是尽管他们创造出了许多有独创性的方法来处理这团谜题，仍有很多谜题没能被攻克。不连续性、无规律性和不稳定性似乎不是在减少而是在激增。在金融界，新的工具以令人困惑的速度涌现，新市场发展速度超过旧市场，而且全球性的互相依赖使得分析管理越来越复杂。经济的不安全感，特别是劳务市场，成为了日常主题。环境、健康、个人安全甚至地球本身似乎都在遭受以前从没有遭遇过的敌人的攻击。

——引自《与天为敌》



风险管理在非常广阔的领域里指导着我们的决策，从收入分配到公众健康保障，从战争博弈到家庭规划，从交保费到系安全带，从种植玉米到销售玉米片，它是企业经营、股市投资、金融保险、星际探险等一切行为成功的要素，也使人类好赌的天性得以转化为经济增长、生活提高和科技发展的能量。对投资大众来说，如果尚且不了解风险，那么阅读彼得·伯恩斯坦的《与天为敌》绝对是好的开始，通过本书完整且正确的导读，可了解一些有关风险的重要发现。

伯恩斯坦是《投资组合管理期刊》的创办者，更是一位将复杂的投资理论和观念注释成风格清新的故

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事的高手。他的《与天为敌》一书是一部轰动世界金融界的畅销书。在该书中，伯恩斯坦通过考察人类探索风险的艰难历程，使用一个个精心整理的真实故事，描述了希腊哲学家和阿拉伯数学家、商人和科学家、举世闻名的思想家和虽名不见经传但颇有灵感的业余学者是如何努力让未来服务于现在的趣闻佚事，旨在向我们说明：风险不仅是可以认识的，也是可以控制和掌握的；风险并不可怕，在现代社会里，承受有效的风险往往可以得到高额的回报，管理风险已经成为挑战与机遇的同义词。这些内容无疑对于我们更好地了解风险、认识风险以至最终控制风险会有很大帮助。





不确定性是自然而然的现象，然而，到底是什么让几千年的历史与我们心中的现代社会区别开来？这个答案超越了科学、技术、资本主义以及民主的发展进程。彼得·伯恩斯坦的《与天为敌——风险探索传奇》告诉我们，区隔现代与古代的革命性分际，在于人类想支配风险：从此人间尘世不再受神祇摆布，凡人面对变幻莫测的大自然也不再处于被动。在人类运用理性算计，大胆跨越"风险"这道鸿沟之前，未来只是过去的镜子，一片混沌，是神谕和占卜家所垄断的不确定世界。

《与天为敌》的副标题是"风险探索传奇"，风险这个词源于古意大利语 risicare，是"害怕"的意思。从这个角度讲，风险与其说是一种命运，不如说是一种选择。取决于我们选择的自由程度，那些我们敢于采取的行动正是这本关于风险故事的书所讲述的。这些故事也会帮助我们定义做人的要义所在。全书尽管涉及不少概率问题，但却仍能写得生动有趣，极为人性化，足见作者之功力。就算你讨厌数学，还是能理解这些观念，苏格拉底在 2000 多年前就说过，只要方法得当，就算是再不可思议、再复杂的事情，都可以迎刃而解。

历史上一直存在两种意见：一派人坚持认为最好的决策应以过去的模式和数据为基础，另一派人则认为决策应基于对不确定的未来更大程度的主观判断。彼得·伯恩斯坦从古希腊、古罗马时代及文艺复兴时代一直讲述到现在，详述了希腊智者、文艺复兴时代的赌圣卡达诺、17 世纪法国数学大师（巴斯卡、费玛、梅赫）、英王查理二世时期的人口学家葛朗特、发明效用递减律的瑞士数学世家白努里、当代保险精算学始祖普莱斯等人，通过他们的推理算计与实验操弄，人类文明才得以发展出基于理性抉择的避险模式。

《与天为敌》讲述的是一群思想家的故事，这些人靠卓越的洞察力揭示出了如何让未来服务于当下。通过向世人展示如何认识风险、衡量风险以及权衡其带来的后果，他们将冒险转化成为驱动社会发展的主要催化剂之一。像普罗米修斯一样，这群人不接受上天的摆布，在黑暗中努力探寻一线光明，他们要与未来化敌为友，把未来变成机会。他们运用或然率、抽样原理、趋均数回归、博奕论、决策模式等数理统计技术，将投资风险逐一量化，纳入理性的控制与管理，以小搏大，趋吉避凶，天威不再难测，人类的未来得以摆脱诸神恣意的作弄。他们取得的成就解放了人们思想上的束缚，转变了人们对风险管理的态度。这种转变将人们对赌博和游戏的热情引向了经济的增长、生活品质的改善以及技术的进步。

彼得·伯恩斯坦认为要判断今天管理风险的方法在多大程度上是有益的或是有威胁的，我们就必须从头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对风险管理进行全面了解。我们要知道过去的人们为何曾经或不曾尝试驾驭风险，他们的研究方法是什么；他们的经历产生了什么样的语言和思维状态；他们的行为又是如何与其他事件互动，从而或多或少地影响了文化的发展的。可以说，这样的透视会带给我们更深刻的理解，使我们知道我们的位置所在，明确我们的前进目标。



好的开始



人类并非与生俱来就知道要如何掌控风险。我们必须培养妥善处理风险、根据风险做出适当决策的能力。同时，这也是我们一生中要去学习和改进的课题。我们很难去定义个人的“正确”选择是什么，因为，这常得看个人所处的情况而定，举例来说，穷人冒大风险企图要获得财富，比巨富冒大风险企图得到更多的财富，二者相比较起来，穷人冒大风险好像比较有道理，因为潜在的报酬较高。

对任何尝试要了解人生中风险这个有趣问题的人来说，《与天为敌》绝对是助益良多。尤其是，这本书让我们免于重蹈覆辙。它将数代以来的思想家对人类风险的“天生直觉”所进行的分析和推敲，以浅显易懂的方式呈现出来，并且清楚地解说风险管理中极为重要的构想和方法。

《与天为敌》描述了公元1200年迄今的风险史，是本极受欢迎的书。同时，这本书也让我们首次窥知西方思想结构的发展历程，同时进一步对其实质效用和不完备处有所了解。截至目前为止，这可算是本相当现代的书。我们所处的时代，迫使我们必须了解神秘的风险议题才能有显著的进步。由此可知这本书的重要性。

作者伯恩斯坦虽然把卷一题名为“公元1200之前：跟老天爷开玩笑”，回顾更久远以前的风险史，但他却认为公元1200年后，人类才真正开始探讨风险议题。对作者来说，这个阶段显然只是现代风险研究的暖身期。同时，作者也在书中的导言部分提出：“现代与古代的革命性分际，在于人类企图支配风险”。这是个大胆且受到争议的论述。但事实上，古人并不像书中说的那么愚蠢。问题是，要真的了解当时风险管理发展缓慢的原因所在，可得耗上几辈子好好研究。所以，我们或许不能责怪伯恩斯坦为什么只努力专注在近代人类风险史上的研究上寻求重大突破。

直到近代，由于另类投资人，也就是赌性坚强的赌徒们，需要更进一步了解风险，许多有关风险的正式研究才相继问世。比方说，在16世纪初，好赌成性的医师卡达诺，就写出相当实用的掷骰子书，可说是“第一本评估风险的著作”。在卡达诺死后的100年内，所有几率分析的主要问题都已有了解答。伯恩斯坦在书中继续写到：“下一步要解决的问题就是，人们该如何认清风险，对所面临的问题做出回应。”

接着伯恩斯坦开始描述法国数学家巴斯卡的一生。巴斯卡对后世的决策理论贡献极大。他的朋友梅赫是个赌徒，他不断进场赌博，且下的赌注都很大，企图在一段时间后发一笔小财。巴斯卡和数学家费玛利用著名的“巴斯卡三角”和其他方法，发明出许多或然率的分析方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《与天为敌》书中所介绍的风险研究，越至近代就越具挑战性。从投资人的观点来看，最重要的观念之一，是由“进化论”创立者达尔文的亲戚高尔顿男爵所发现的趋均值回归。高尔顿发现，在评量群体事物时，常出现明显的模式，也就是钟形曲线或常态分配。测量的事物大多落在钟形曲线凸出的部分，分布在两端的事物极少。高尔顿以豌豆为例，他发现就重量和大小来说，同种豌豆的后代几乎都呈常态分配，而且后代比上一代，在豌豆重量和大小分布上，更趋近总体平均值，换句话说，不管是大豌豆或小豌豆的后代，平均来说，都更接近总体平均值，这就是所谓的“趋均值回归”。同样地，高尔顿也从人类父母与子女的身高上，发现同一事实。

伯恩斯坦利用这种趋均值回归的理论，适当地说明了许多现象。他描述了一项 1986 年的研究，该研究中指出 1870 年时工业生产力处于最低水准的国家，近年来工业生产力则处于最高水准，反之，在 1870 年时拥有最高生产力的，现在却走下坡。像美国这样富强的国家，在过去都历经一段高成长期，现在这种成长也已经逐渐趋缓。再者，生产力最高的国家和生产力最低的国家间的差距也逐渐缩小，从 1870 年到现在，就从 8∶1 拉近成为 2∶1。

伯恩斯坦指出，美国国内的悲观主义者，为过去 1/4 世纪的生产力成长趋缓而悲痛不已，其实就是没有认清事实的重点，因为“所评量的基础越大，出现科技奇迹的价值就越小”。

所以我们终究注定只是要接近平均值吗?伯恩斯坦认为，趋均值回归不过是一项工具，不该被视为信仰崇拜。他引述高尔顿所说的话：“平均值不过是单一事实，但若是加入其他事实，就有可能出现与平均值相关的整个常态分配。”这似乎意味着，长期连续不断的平均值未必存在，如果体系剧烈改变，那么新的平均值就会出现。伯恩斯坦举出两个过度依赖趋均值回归的实例。第一个实例是美国总统胡佛在 1930 年时，宣称经济繁荣即将到来，他当时说的没错，不过预估几年内经济就有起色，的确说得太快了些，而且他也没预期到在那些年中，经济大萧条所带来的巨大影响力。第二个实例是 1959 年时虽然投资股票比投资债券的报酬要低，但是股价却仍在前所未有的情况下持续高涨。当时，经验丰富的投资老手可能对 1929 年的股市大崩盘仍心存余悸，相信股价会回档到平均值，然而股价却不断攀升。

普林斯顿的以色列籍心理学家卡尼曼曾说过：“一旦你对趋均值回归较为敏感后，你就会在任何地方看到这种现象。”卡尼曼同时也是“展望理论”的发明人之一，这项理论以人类面临风险性的决策时，所犯的错误为讨论重点。例如，如果你某一天表现良好，隔天你就极有可能没有太特殊的表现，反之亦然。对于人类若身处于确定环境之中，就不会冒险的“厌恶风险”习性，展望理论也提出相当有趣的见解。根据展望理论的说法，人们不是厌恶风险，而是“厌恶损失”，因为人对负面刺激的反应较敏感，导致一般人在越来越有钱后，就越不愿意承担风险。这也就解释了为什么市场中金融机构比那些投资散户们，承担更少风险的原因，也让你知道在高赌注的期货市场中，为什么见不到太多富家子弟赚钱。就像伯恩斯坦的一位客户告诉他的：“年轻人，你要记住，你不必让我变有钱，我早已经很有钱了。”

新近的风险研究与以往截然不同，不再是古希腊时代和文艺复兴时代流传下来的线性、推论式流派。举例来说，“混沌理论”驳斥常态分配，认为世界处于不断变动的状态，但事出必有因，就算我们不能看出这些起因，它们仍旧存在。不过，伯恩斯坦说，混沌理论在应用领域上并没有太大的成果。相反，“柏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

修模型”，以价格、利率、时间和变动性为四项基本要素，作为评估风险的方法，让衍生金融工具的风险研究，向前迈进一大步。柏莱克和修尔斯在1970年提出此方法后，就广为期货市场所采用，直到现在，我们可以看到金融机构和大企业活跃于衍生金融工具市场上，声称此举仅是为了避险。然而我们不难发现，其中也出现一些众所周知的灾难事件，好比说加州橘郡政府破产、英国巴林商业银行基金经理人事件，都暗示着有些人因为自己的私利而受罚。

你在《与天为敌》这本叙述人类战胜风险的神奇故事中，找不到实用的方法或公式，但通过它能够让你更加了解并尊重风险的本质。本书可说是一本相当好的睡前读物，每晚翻一翻它，让你在睡梦中获致潜移默化的效果。（里奥·高夫）



一位将复杂的投资理论和观念简单化的高手

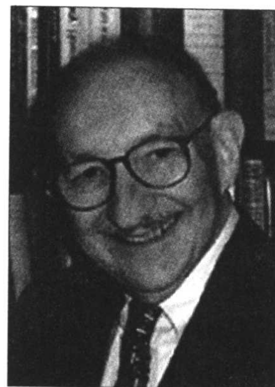


当代的投资者们能够享受到众多投资产品和策略的盛筵，不能不感谢那些充满创新精神的投资大师们。他们发展出一系列的方法，来度量金融市场的风险和回报。没有他们那些革命性的理论，今日的投资绝对不会有如此复杂，也不会有如此简单。彼得·伯恩斯坦就是他们当中的佼佼者。

彼得·伯恩斯坦以优异的学习成绩毕业于哈佛大学的经济学专业，曾获得美国大学优等生之荣誉学会的奖励。毕业后，他在纽约的联邦储备银行工作一段时间后，进入华盛顿的战略服务办公室，在第二次世界大战时期晋升为上尉军衔，在欧洲战区的战略服务办公室工作。

彼得·伯恩斯坦退役后，在纽约的威廉斯研究生学院任职经济学教授多年，后又在一家商业银行工作过一段时间。1951年，彼得·伯恩斯坦成为全国知名的投资律师事务所的主要负责人，在那里他曾亲自管理过数十亿美元的个人和机构的投资资金。当该资产管理公司的规模已成长超过最初的10倍的时候，1973年，彼得·伯恩斯坦辞职，并决定组建彼得·伯恩斯坦公司。1974年，彼得·伯恩斯坦创办了《投资组合管理期刊》，主要介绍融资和投资等方面的内容，这一学术期刊被相关领域的投资经理和学者广泛阅读。同时，《投资组合管理期刊》对伯恩斯坦的助益也很大，他坦承：“是这份杂志使我更年轻了，而非别的什么东西，因为学习的过程是很紧张的，当你必须要读所有那些材料——是你细读，而不是浏览，并且好的坏的都读——你就不能不从中学到东西”。

作为受托人和财务委员会委员，彼得·伯恩斯坦还曾在哈佛大学经济部的到访委员会任职多年。他还在美国和国外做过多次讲座，内容主要涉及风险管理、资产分配、投资组合策略等方面。此外，他在《哈佛商业评论》、《金融分析家》、《纽约时报》和《华尔街日报》等报纸杂志发表过多篇有关经济学、财务等内容的文章。



彼得·伯恩斯坦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伯恩斯坦这位投资顾问、金融作家和金融史学家的职业生涯几近七十年，他的理念在华尔街的进步历程中发挥了非常重大的作用。在 1992 年的著作《投资革命》当中，他对资产管理理论的一些重大进步做出了精准的分析。该书讲的是马克维茨、默顿、萨缪尔森、米勒、莫迪格里亚尼等经济学家是如同把高深莫测的理论用于华尔街的实践上的，读者看完之后，就不会被所谓的“火箭科学”之流的金融工程蒙得晕头转向了。

伯恩斯坦是一位将复杂的投资理论和观念注释成风格清新的故事的高手，读他的书就觉得是在读历史小说，极有快感。1996 年 9 月他出版了《与天为敌——人类战胜风险的传奇故事》一书，该书荣获“爱德温·布兹”观察力最敏锐的创新书奖。1998 年，又被美国风险和保险协会授予“伊莱泽·赖特”纪念奖，这本书至今已售出约 50 万册。在刚刚出版的《投资新革命》中，伯恩斯坦则讲述了这些理论当中究竟有多少已经成为全球化的标准，为众多机构投资者、退休金、避险基金、投资顾问和精明的交易者所奉行。

由于在相关领域做出了杰出贡献，彼得·伯恩斯坦被投资管理和研究协会（AIMR）等组织和机构授予多项大奖，他的投资理论也影响了很多人。



第一章　希腊之风和骰子的作用



为什么掌控风险是一个如此独特的现代理念？为什么人类等待了几千年直到进入文艺复兴时期才打破度量和控制风险的屏障？

这些问题很难回答。但是我们可以从某个线索开始。从有记载的人类历史的开端时起，赌博——一种风险承担的本质——就已经是一种盛行的娱乐活动，它甚至还常常使人们深陷其中。正是这种机会性赌博启发了帕斯卡和费玛，使得他们革命性地探索出概率理论，而这种机会性赌博并不是关于资本主义本质或者未来模式的一些深奥的问题。但是历史上直到那个时候，人们进行赌博或做游戏时并不像现在这样使用数字系统，而数字系统的使用可以决定最终的胜负。当时承担风险的行为没有约束，并不受风险管理理论的束缚。

人类总是容易沉溺于赌博，因为我们在赌博中直接面对命运，没有任何的障碍。我们之所以参加这场可怕的战斗，是因为我们相信自己有一个强有力的盟友：幸运女神总会站在我们和命运（机会）之间，并且将胜利带给我们。亚当·斯密是一个研究人类本性的出色学者，他把这种动机定义为“绝大多数人对自己的能力和对自己会交好运的愚蠢假设过分自负”。

尽管斯密敏锐地意识到人类喜欢承受风险的倾向有利于促进经济的发展，但是他仍然担心，当这种倾向失去控制时，会对社会造成不利的影响。所以他将人的道德情感与自由市场的益处仔细地进行权衡。160 年以后，另外一位伟大的英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯也同意这种观点：当一个国家的资本发展成为赌博活动的副产品时，那么它将不会产生好的结果。

但是如果人们对自己的好运气都缺乏自信和信心，整个世界将变得毫无生气。凯恩斯不得不承认“如果人的本性对于碰运气毫无兴趣的话，仅仅依靠冷静地计算，人们就不会进行过多的投资活动”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果预期的结果是失败，没有人会去承受风险。当苏联人试图通过政府命令和计划策略将不确定性完全消除时，他们同时也抑制了社会和经济的发展。赌博奴役了人类一千年之久，从社会底层到最受尊敬的上层领域，它无处不在。耶稣在十字架上受难时，皮拉特的士兵们通过抽签来占有他的长袍。罗马皇帝马库斯·奥雷柳斯身旁经常跟随着赌博总管。Sandwich 伯爵发明了以自己的名字命名的点心——三明治，以免为了吃饭而离开赌桌。美国大革命时期，乔治·华盛顿在自己的帐篷里开设赌局。

赌博与野性在西方是同义词。“今晚会遇到幸运女神”是《红男绿女》中最脍炙人口的一句歌词——《红男绿女》是一部关于一个冲动的赌徒和他的起伏不定的掷骰子赌博的音乐剧。我们已知赌博的最早形式是一种赌骰子游戏，骰子是由距骨或是踝骨制成的。

这种我们今天所用骰子的祖先是从羊或鹿的踝骨中取出的一种四方形的骨头，这种骨头是实心的，没有骨髓，坚硬且不易损坏。距骨在世界上许多地方的考古挖掘中都曾被发现过。埃及墓穴里的壁画上有用距骨进行赌博的画面，这可以追溯到公元前 3500 年。希腊的花瓶上也画有年轻人将其抛入圆盘的场景。虽然埃及人用打磨建造金字塔的石头的方法来惩罚那些冲动的赌徒，但是考古的发现表明法老们同样使用骰子赌博。双骰子赌博是由美国人发明的，它来源于十字军东征时传入欧洲的各种骰子的赌博。这些赌博通常被认为是危险的——alzahr，阿拉伯语中对骰子的称谓。

纸牌赌博游戏起源于亚洲，它是从古老的算命形式发展起来的。但是直到发明了印刷术，它们才在欧洲盛行起来。这些牌最初是又大又方的，在四个角上没有可辨认的数字或小点。人头牌中只印了一个头像而不是两个头像，这意味着游戏者常常要从牌的下边才能识别它们——因为将牌转过来会暴露出你拿着人头牌。四方的角使得游戏者可以很容易地做手脚——他们只需将一角撕下一点就可以在今后的牌局中认出这张牌。直到 19 世纪，人们才开始使用印有两个头像的人头牌和圆角的牌面。

如同掷骰子游戏一样，扑克牌是美国人一种古老游戏的变形，这项游戏只有 150 年的历史。戴维·哈亚努是这样描述扑克牌的：“人们使用机密的手法，在游戏中进行大量的欺诈，使用计算的策略并有着对深层次的、不可见结构的强烈信念……这是一种要去亲身体验而不仅仅是在旁边观看的游戏。”



第二章　像一二三那样简单

没有数字，就不会有几率，也不会有概率。没有几率和概率，对付风险的唯一方法就是祈求上天和命运。没有数字，风险就是一件很糟糕的事情。

我们生活在一个数字和计算的世界里，它包括从早上我们醒来时所瞥见的钟表，到晚间我们经常转换的电视频道，随着这一天的进行，我们要计算放入咖啡机的咖啡数量，要付给管家的钱数，要咨询昨天股票的价格，拨打一个朋友的电话号码，检查汽车中汽油的数量，查看速度表的速度数，触按办公大楼的电梯按钮，用密码打开办公室的门。就这样，这一天几乎还没有开始。

很难想像没有数字的时候是什么样子。但如果时光倒流，一个 1000 年前受过良好教育的人闯入现代社会，他很可能不认识数字 0，并且，即使参加三年级的数学测试，也不可能及格。即使是对一个生活在 500 年前的人，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

情况亦可能如此。

在西方，数字的故事开始于1202年。那时，沙特尔大教堂接近完工，约翰国王已经统治了英国3年。那一年，一本名叫《算盘书》的书在意大利出版，该书又名《计算之书》。这本书共15章，全部是手写而成，因为几乎在300年之后印刷术才被发明。《算盘书》的作者是莱昂纳多·皮萨诺，他当时年仅27岁，但是他十分幸运，因为他的书得到了当时罗马君主弗雷德里克二世的支持。从来没有其他的作者像他这样幸运。

莱昂纳多·皮萨诺一生中最为著名的是他的另一个名字斐波那契（Fibonacci），这个名字至今为人所知。他的父亲姓波那契（Bonacio），斐波那契是"波那契的儿子"的缩写。Bonacio在英文里的意思是笨蛋，而Fibonacci的意思是傻瓜。波那契可能比笨蛋好一些，因为他作为比萨市的领事出使过很多城市，而他的儿子莱昂纳多就肯定不是一个傻瓜了。

斐波那契是在访问布加时产生了撰写《算盘书》的想法。布加是一个繁华的阿尔及利亚城市，当时他的父亲作为比萨市的领事在那里任职。在布加，一位阿拉伯的数学家向斐波那契揭示了印度——阿拉伯数字体系的神奇之处，这个数字体系是在十字军东征圣地时由阿拉伯数学家引进到西方的。当斐波那契发现这个数字体系能够完成所有的计算时——其中一些计算是罗马字符所不能完成的，他开始学习所有与这个数字系统有关的东西。为了能向地中海地区有名的阿拉伯数学家学习，他遍访埃及、叙利亚、希腊、西西里和普罗旺斯。

最终，《算盘书》在各个方面都十分出色。这本书使人们看到了一个新的世界。在这个世界中，阿拉伯数字替代了希伯来、希腊以及罗马的数字体系，后者是用字母来进行计数和计算的。这本书很快受到了意大利和整个欧洲数学家们的追捧。

《算盘书》远远不是一本只是教授读写新数字的启蒙书。斐波那契一开始解释了如何从一个数字的数字数目来确定它是一个单位，还是10的倍数，抑或是100的倍数，等等。在后面的章节里，该书展示了数字更高级别的混合。那里，我们可以看到各种计算，包括所有的数字和分数、比例原则、平方根和更高次方根的抽取，甚至可以看到线性方程式和二次方程式的解决方法。

斐波那契的练习十分新颖，有独创性。如果这本书仅仅是处理与理论相关的一些问题，那么它就不会在数学专家这个小圈子之外获得如此广泛的关注。斐波那契将该书和实际应用结合了起来。例如，他描写和阐述了许多革新，在这些革新中，新的数字使商业簿记变为可能。比如可以计算边际收益、货币兑换、重量和度量的转换等。他甚至讲述了利息支付的计算方法，虽然那时在许多地方还禁止发放高利贷。

《算盘书》还提供了一种激励。像弗雷德里克国王这样聪明且很有创造性的人都会欣赏这种激励。从1211~1250年是弗雷德里克的统治时期。虽然他在此时期十分残暴，并且迷恋权力，但是他的确对科学、艺术和国家哲学很感兴趣。在西西里，他摧毁了所有的私人要塞和世袭的城堡。他向牧师征税，并且禁止他们进入政府机构。他还建立了专制的官僚政治，废除了国内的通行税，撤销了限制进口的法规，并且打破了地区垄断。

弗雷德里克不能容忍对手的存在。他的祖父弗雷德里克·巴巴罗萨在1176年莱尼亚诺战役中曾被罗马教皇所羞辱，和他的祖父不一样，弗雷德里克在和罗马教皇的战争中得到了极大的快乐。而他的不妥协使他两次被教会驱逐。在第二次被逐出教会时，格里高利九世教皇要求弗雷德里克下台，并将其视为异教徒和反基督教徒。作为回应，弗雷德里克更加凶猛地进攻教皇的领地。与此同时，他的舰队俘虏了很多高级神职代表，这些人当时正前往罗马去参加罢免弗雷德里克的宗教大会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

弗雷德里克结交了许多当时有名的学者。他邀请他们中的许多人加入他在巴拉莫的王国。西西里最美丽的一些城堡就是由他建造的。在1224年，他创建了欧洲第一所大学，用来培训公职人员，使他们能够得到皇家颁发的执照。

弗雷德里克对《算盘书》特别着迷。在1220年他出访比萨市时，斐波那契受邀觐见。在面谈时，斐波那契解决了由弗雷德里克的一个幕僚学者提出的有关代数和三次方程式的问题。后来，斐波那契就这次会谈写了一本书，题为《正方形之书》。他把这本书献给了国王。

斐波那契最著名的要属他的《算盘书》中的一篇短文了。这篇短文，引发了数学界的一个奇迹，这篇短文讨论了关于1对兔子在1年内能够生育多少只兔子的问题。假设每个月每对兔子能生出1对兔子，并且兔子在它们2个月大的时候才能生育。斐波那契发现1年内由最初的1对兔子能够繁衍出233对后代。

他还发现了其他一些更有趣的事情。他假设第1对兔子到第2个月才生小兔，然后，每个月生1对小兔。到第4个月时，他们的前两个子女开始生育。这个进程开始后，每个月底时兔子的总对数如下：1，2，3，5，8，13，21，34，55，89，144，233。每个连续的数字是前两个数字之和。如果持续生育100个月，兔子的总对数将是354224848179261915075。

斐波那契数列远远不只是一种消遣。将任何一个斐波那契数列中的数除以它后面的数，数字3后的结果总是0.625，数字89后的结果总是0.618；数字越大，小数位越多。用数字2之后的任何数除以它前面的数，其结果总是1.6，在144之后，其结果总是1.618。

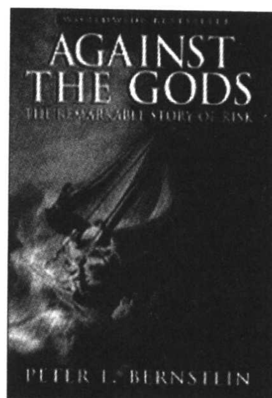
希腊人知道这个比例，他们称其为“黄金分割”。帕特农神殿、扑克牌和信用卡的形状以及纽约的联合国总部大楼都使用了这个比例。绝大多数基督教堂的水平构件和垂直构件的交叉部位也采用了相同的比例：横木上端的长度是下端长度的0.618倍。

黄金分割也同样出现在自然界之中——在花朵的花纹上，在洋蓟的叶片上，在棕榈树的叶柄上都能发现黄金分割比例。对于正常比例的人来说，肚脐之上部分的长度和肚脐之下部分的长度之比也是黄金分割比例。我们每根手指（从指尖到手掌的部分）的各关节指骨长度的比也同样遵循黄金分割比例。

在一个更加传奇性的证明中，斐波那契比例对一个美丽的螺旋的比例和形状做出了解释。螺旋是从一系列的正方形中演变出来的。这些连续相关的正方形的面积和斐波那契数列中的数字相同。演变过程从2个相同面积的小正方形开始，接下来，其相邻的正方形的面积是前两个正方形面积的2倍，接下来的正方形面积是第1、2个小正方形面积的3倍、5倍，依此类推。

注意，这个序列产生了一系列具有黄金分割比例的矩形。然后，从最小的正方形开始，用1/4圆弧将这些正方形的对角按次序连接起来。

这个熟悉的螺旋会出现在某些银河中，出现在公羊的犄角中，出现在许多贝壳中，还会出现在前进的海浪中。若忽略最初的正方形的大小，虽然螺旋越来越大，但是这个结构一直保持原形态，没有任何改变。由此得出结论：形态是独立于成长的。著名记者威廉·胡佛曾经评论道：“这个巨大的黄金螺旋好像是在保持质量的前提下以自然的法则增加数量。”



《与天为敌》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

许多人相信斐波那契数列能被用来进行广泛的预测，特别是用于股票市场的预测。由于这种预测经常命中，从而使人们对此数列更加热衷。斐波那契数列十分令人着迷，甚至在加利福尼亚的圣克拉拉大学内有一个美国斐波那契协会。这个协会从1962年开始，已经发表了上万份有关该课题的论文。



第15章　一个匿名股票经纪人的奇怪案例

1952年6月，金融领域的主要学术期刊《金融期刊》发表了一篇14页的论文，名为《证券组合的选择》。它的作者是哈里·马科维茨，那年他25岁，是芝加哥大学一个不知名的毕业生。这篇论文在许多方面都有所创新，并最终在理论和实践中产生了巨大的影响。这篇论文使得马科维茨获得了1990年的诺贝尔经济学奖。

马科维茨选择股票投资作为他的论题，他所处理的问题被当时主流的杂志认为是过于冒险并且过于不确定的学术分析。更为甚者，他大胆研究了对投资者全部财富管理的课题，这是有关投资组合的问题，他的主要观点是证券组合和单独持有是截然不同的。

他对那些愚蠢的描述股票市场的著作没有兴趣，例如一个芭蕾舞蹈演员是如何不费力地成为百万富翁的，或者如何成为市场预测权威的。他也不想用简单的语言来表达他的思想，尽管当时有关股票市场的大部分文章都用简单的语言表述。当时在经济学中，特别是在金融学中很少应用数学——杰文斯和冯纽曼在这方面所做的比他们所期望的要少得多——而马科维茨14页的论文中有10页引用了数学公式和复杂的图表。

马科维茨很少使用注脚，也很少提供文献书目：他只在作品中提及了三个其他作者的名字，而学术界通常用作者所列的注脚数目来衡量其成就的大小。这种没有引用其理论先辈的做法很是奇怪：马科维茨的方法论是许多前辈思想的综合，这些前辈包括帕斯卡、穆瓦夫尔、贝叶斯、拉普拉斯、高斯、高尔顿、丹尼尔·伯努利、杰文斯、冯纽曼和莫根施特恩。这篇论文吸收了许多理论的精华，包括概率理论、抽样理论、钟形曲线和围绕均值分散理论、回归均值理论以及效用理论。马科维茨曾经对我说，他了解所有这些理论，但是他并不太清楚其作者是谁，尽管他已经花费了许多时间来研究冯纽曼和莫根施特恩有关经济行为和效用的书籍。

马科维茨也坚定地认为人类是理性的决策者。他的方法反映了第二次世界大战后早期的时代精神，那时许多社会学家开始着手复兴维多利亚时代的人们对于度量的信仰以及那个时代的人们有关世界上的问题一定能够被解决的信心。

奇怪的是，马科维茨最初研究“证券组合的选择”时，对于股票投资并没有兴趣。他对股票市场一无所知；作为一个年轻的学生，他那时正在线性规划这个新兴的领域中进行研究。线性规划是一种设计数学模型的方法，使用这种数学模型可以在产出一定时使成本最小化，或是成本一定时使产出最大化。线性规划是一个创新，冯纽曼对此曾做出过重要贡献。这种方法对处理航空公司所面临的问题有很重要的作用，航空公司的难题通常是用有限的飞机尽可能安排最多数量的航班。

一天，当马科维茨等待和他的导师讨论其博士论文时，在等候室里他遇到了一位股票经纪人，并和他交谈起来。这位股票经纪人希望马科维茨能够将线性规划理论应用到投资者在股票市场中所遇到的问题中去。马科维茨的导师也非常赞成股票经纪人的建议，尽管他本人对股票市场知之甚少并且不能指导马科维茨如何以及从何处开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

展这项研究。他将马科维茨引荐给商学院的院长，他认为院长在这方面会有更多的了解。

院长建议马科维茨阅读约翰·伯尔·威廉姆斯的《投资价值理论》一书，这本书在金融和工商管理方面有着很大的影响。威廉姆斯生性好斗，缺乏耐心。他在20世纪20年代是一位事业十分成功的股票经纪人。但是1932年在他30岁时，他回到了哈佛大学成为了一名研究生，他希望能够找出产生大萧条的原因（但他没能做到这一点）。《投资价值理论》一书就是威廉姆斯的博士论文，于1938年发表。

……

虽然马科维茨的证券投资组合选择理论受到了许多人的批评，但是他的贡献是极其巨大的。他的工作为自1952年以来的基础理论研究奠定了基础，并促成了其在投资领域中的实际应用。事实上，多样化投资已经成为投资者信奉的真理。更有甚者，如果没有马科维茨革新性的贡献，那些由攻击马科维茨的人们所研究出的新理论和新应用也就不可能出现了。

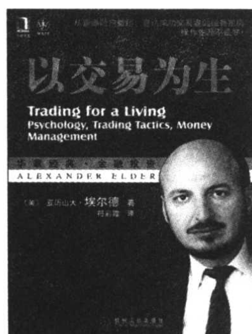
然而，马科维茨的大多数成就和他所构建的理论机构取决于对投资者理性这个有争议问题的理解。就像是华尔街开始应用新的投资理论时，不同的意见就会出现。对于理性行为的重要研究工作源自20世纪70年代早期那个混乱的年代，它突然结束了人们对理性的乐观主义观点，而这种观点是20世纪五六十年代革新的特征。发展的进程开始击碎丹尼尔·伯努利、杰文斯和冯纽曼等人的理论模型，就更不用提传统经济理论的核心假设了。

越来越多的研究表明，人类在决策的过程中经常会受到矛盾、短视和其他形式的扭曲心理的影响。如果这个问题仅涉及赢得老虎机的奖金或是彩票中奖的问题，那么它就不是很重要了。但是证据表明当涉及的结果很重要时，那么这些瑕疵就会极为明显了。

用“非理性”这个词来形容这种行为也许过于强烈，因为非理性这个词含有疯狂的意思，绝大多数人（从理论上讲）并不疯狂。芝加哥大学的经济学家理查德·泰勒认为人类既不是“满口胡话的傻瓜”，也不是“能力非凡的超人”。然而，泰勒对于人类在现实生活中如何制定决策方面的开创性研究与伯努利和马科维茨所坚信的理论有着重大的不同。

这是一个神奇的领域，是一个自我发现的过程。我们知道的东西越多，我们就会愈发认识到传统理性的检验标准对于我们来说是多么的不适合。虽然冯纽曼具有极为敏锐的洞察力，但是他还是忽略了这一理论中极为重要的部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《以交易为生》

【美国】亚历山大·埃尔德（1950~ ）

绝大部分的交易者都不断寻找理想的交易机会，一旦进场之后，他们便失去控制。或是因为痛苦而不安，或是因为高兴而窃笑。他们搭上情绪的云霄飞车，错失制胜的基本关键——管理自己的情绪，缺乏自我克制的能力，结果一定是杂乱无章的资金管理。

如果你的心智不能掌握市场，如果你忽略群众心理的变化，那就完全没有机会在交易中获利。所有成功的专业者，都了解心理层面在交易之中的重要性，所有失败的业余玩家则忽略了这个层面。

知道我是精神病医师的朋友或客户，都经常问我一个问题，这方面的专业训练是否有助于交易。一流的精神诊疗与一流的交易，它们具有一项重要的共通点——专注于事实，以事实看待一切。经营一个健全的生活，你必须睁开双眼。若希望成为一位优秀的交易者，你也必须睁开双眼。判断真正的趋势与转折，不要浪费时间与精力在懊悔或一厢情愿的想法中。

——引自《以交易为生》



从来没炒过股票的教授居然在教大学生们如何投资股票，从来没做过生意的学人居然在教天天混迹于生意场上的企业主如何做生意，这样的教授和学人为数众多，那些被华尔街的操盘手们讥讽为还不如“猩猩”的经济学家和分析师们的表现也大致如此。即便在无数的实证面前，他们也不会有自知之明的，自然认识不到股市里许许多多的散户投资者比他们可要高明千百倍。亚历山大·埃尔德就是一个成功的交易者。

在股市中，聪明的交易者总是在市场平静时买入，在市场疯狂时获利了结。业余投资者只会盯着电脑报价屏幕，目睹数百万美元在面前跳动。一旦伸手下单想着赚钱就会赔钱，再伸手结果赔得更多。而那些成功的交易者十分自由，可以在全球任何一个地方生活、工作，可以对日常充耳不闻，可以不搭理任何人。亚历山大·埃尔德最初不过是个普通的小散户，凭着对投资的执著追求、不懈努力，再加上一点点悟性和严格的自我约束，最终成为了一名成功的交易员。他所写的《以交易为生》上市后获得了广泛的好评，很多大师都对其评价甚高。比如《专业投机原理》的作者维克多·斯波朗迪在自己的书中就把《以交易为生》推荐给读者。《短线交易大师：工具与策略》的作者奥利佛·瓦莱士也将该书列为投机客必读的10本好书之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一。《穷爸爸·富爸爸》一书的作者罗伯特·T·清崎曾经说过："风险是一门科学，尤其是财务风险。我读过的关于金钱和风险控制方面的最好的书之一是亚历山大·埃尔德博士写的《以交易为生》。虽然，这本书是为进行股票和期权交易的专业人员写的，但是其中关于风险和风险管理的智慧适用于关于金钱、金钱管理、个人心理学和投资学的所有领域。"





1976年夏天，亚历山大·埃尔德从纽约前往加利福尼亚。途中，他读完了一本恩格尔的《如何买股票》，竟被书中通过思考赚钱的想法深深吸引，从此他的人生轨迹便改变了。在股市中获得成功之后，亚历山大·埃尔德花费了两年半的时间写成了《以交易为生》（又译《操作生涯不是梦》）一书。与市面上很多介绍技术分析工具之类的图书相比，《以交易为生》说的是如何整合技术分析工具加以使用以及使用的效果、成果。该书则将心态、方法、资金列为成功交易的三大支柱，并将所有的技术分析工具，做了分类，整合为三重过滤交易体系。为了让全书内容更清晰，也为了反映一些新的经验，亚历山大·埃尔德曾前后三次修改了本书。

《以交易为生》共分10章。其中第一章介绍了一种管理情绪的新方法。这是亚历山大·埃尔德在精神病执业过程中所发现的一种方法，它显著提升了他的交易绩效，应该也可以帮助很多投资者。第二章讨论了市场的群众心理。亚历山大·埃尔德认为群众的行为远较个人行为原始，如果了解了群众的行为反应，便可以在他们的情绪摆荡中获利，避免被卷入情绪的洪流中。第三章说明价格形态如何透露群众的行为。如同开卷调查一样，社会心理学将被运用到典型的技术分析中。趋势线、跳空缺口与其他的各种图形排列，它们实际上都反映群众的行为。第四章介绍了现代的电脑化技术分析，相对于古典的技术分析方法，指标可以更深入反映群众的心理。顺势指标可以协助判断市场的趋势，摆荡指标可以显示趋势何时将反转。第五章专门讨论了成交量与未平仓量也可以反映群众的行为这两个主题，以及市场的时间观念。群众的时间观念很短暂，交易者若能够结合价格变动与时间的关系，将拥有竞争上的优势。第六章将探讨股票市场的最佳分析技巧。这对于股价指数期货与选择权的交易，将有很大的帮助。第七章的主题是人气指标是衡量投资者与交易者对于行情的看法。群众是一群顺势的动物：在趋势形成的初期，往往应该加入群众。人气指标可以告诉你，何时应该脱离群众——在市场发生重大的反转之前。亚历山大·埃尔德在第八章里介绍了他个人研究的两种指标。其中"艾达透视指标"是一种以价格为基础的指标，衡量市场潜在的多种力量。"劲道指数"是衡量价格与成交量的综合指标，它可以显示市场主导群的力量转强或趋弱。第九章介绍了几套交易系统。其中"三重滤网"是亚历山大·埃尔德个人多年来所使用的交易系统。这个系统十分适合个人投资者使用，因为它可以过滤我们平时很难避开的风险。通过亚历山大·埃尔德的解说，投资者可以了解如何筛选交易机会，并决定进／出场的价位。第十章讨论了资金管理的概念。许多的业余玩家都忽略这项成功的关键要素。如果投资者的资金管理杂乱无章，即使是一套最杰出的交易系统也禁不起短暂的连续亏损。没有适当的资金管理方法而尝试交易，就如同赤手空拳穿越沙漠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亚历山大·埃尔德是一位精神病医师，所以他在交易之余常常给交易员们进行心理辅导和沟通。在《以交易为生》里，他充分发挥了自己的长处，因此交易心理的分析成为此书的一个特色。亚历山大·埃尔德跳脱了一般技术分析的巢枢，而赋予新的解释。同样是谈形态，同样是说指标，他却能够把人性渗透进去。书中的心理分析自然精彩，而书稿的组织也匠心独具，比如介绍某一指标时，会按顺序介绍指标结构、指标代表的群众心理和交易法则。

《以交易为生》精彩的地方在于作者把失败交易者的心态和酗酒者的心态做了类比，自有他很独特的见解，随后他提出失败交易者可以像酗酒者戒酒那样，使自己早日步出失败的泥沼。其中的关键是首先要承认自己是个失败者，然后是相信自己最终通过努力能够成功。

也许对于在股市中闯荡已有年头的投资者们来说，想要更进一步却越发感到股市的复杂多变。当我们逐渐了解了市场的某些规律或本质、牢固地树立了正确的交易理念、摸索着建立了自己的交易体系和交易方法、慢慢地学会了自我控制和自我调节之后，我们需要有一个整合，而后在实战中形成个性化鲜明的交易风格和策略。在这个整合的过程中，我们可以借鉴他人的成功经验。交易是一场艰困的游戏，或是由于无知，或者由于缺乏自律，很多交易者经常会发生损失。如果你被这些问题所困扰，那么不妨读一读亚历山大·埃尔德的《以交易为生》，该书可以说是直达成功交易者的经典指南，提供了诸多有效的经验。



让自己明天比今天更聪明



交易者有时偷偷告诉我，他们不敢“扣动扳机”，即当他们的方法告诉他们要做多或放空时，他们不敢买入或卖出。我也曾遇到过这种情况，但持续时间很短。当时是我的朋友鲁帮我渡过了难关，我写《以交易为生》这本书正是要献给他。在一个夏日的午后，我对鲁说，我看到好



亚历山大·埃尔德建议的学习之路

每位交易者在迈向成功的历程中，都有自己的心魔必须驱除。以下关键所在列示一些我认为适用的法则，它们让我由纯粹的门外汉成为半专业的交易者，最后又让我成为真正的专业交易者。你可以根据自己的个性，调整它们的顺序。

1. 你必须决定自己将长期留在市场中——换言之，即使是在20年之后，你仍然是活跃的交易者。

2. 尽量学习。阅读与倾听专家们的看法与见解，但保持合理程度的怀疑。提出问题，不可接受专家们的表面说法。（我的理解不是关注分析师对当前市场的观点，而是学习专家们的对交易的理念和方法的总结）

3. 不可因为贪婪之心而急于交易——花费一点时间学习。即使是几个月或几年之后，市场也不会跑掉，而且将充满更多的机会。

4. 发展一套分析行情的方法——换言之，如果A发生，则B很可能发生。市场有许多层面——只用数种分析方法彼此确认。每种方法都必须经过历史资料的测试，并且以实际的金钱在市场中进行测试。市场不断变化——你需要不同的交易工具用以多头、空头与过渡的行情，而且还需要某种方法来判断这些行情的差异。

5. 拟定一套资金管理的计划，第一个目标是长期的生存能力，第二个目标是资金的稳定成长，第三个目标是高水准的获利。许多交易者本末倒置，把第三个目标摆在最前面，完全不知道还有第一与第二目标。

6. 请注意，在任何的交易系统中，交易者本身是最脆弱的一个环节，参加聚会，学习如何避开损失，或发展一套方法来降低冲动性的交易。

7. 不论是思路，还是感觉或行为，赢家和输家都截然不同。你必须内省，排除幻想，改变不当的思绪与行为。彻底改变自己是一件很艰困的工程，但如果希望成为专业的交易者，你必须着手改变自己的个性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



几次有吸引力的交易机会，但怀疑自己下周有没有勇气做，因为最近我输怕了。鲁平常冷静而温和，那天却突然大声朝我喊起来。“周一开盘就进场!”我当时不想交易，因为我害怕输。“我一点也不在意你的输赢，明天开盘就进场!”我很少在开盘时交易，给我10分钟时间，寻找开盘时的突破。“10分钟，没问题，但明天必须进场!”我重新思考所发生的一切，意识到了自己的问题所在。我就像站在山顶上的滑雪选手，因为刚刚猛摔了一跤，所以不敢再往下滑了。不管我用的是何种技术，如果不敢滑下山，那我就不是一名滑雪员。

害怕下单是严肃的交易者可能遇到的最大问题。没有什么简单轻松的办法能解决这个问题。只能艰难面对，这需要强大的意志力，所以作为朋友，鲁要对我吼。

你要设计一套交易系统，也可以从本书中借用一套，根据你的需要作适当调整。滑雪员很少在平缓的山坡上进行练习，当然你可以进行模拟操作。

拟定一份合理的资金管理计划，运用2%原则。将每个月的最大亏损额控制在6%～8%。这时你就像在山顶上准备下滑的滑雪员。当系统发出信号时，就要往下滑！现在就滑！如果信号出现时你不敢往下滑，那你最好卖掉滑板，改打高尔夫或是养金鱼。换言之，忘掉交易。

现在系统有了，你也学到了资金管理原则，了解了止损的心理法则。

现在你必须交易。你能做到吗？交易者总是借故拖延。他们模拟操作了好几年，买自动交易系统等，就是不实战。好几位交易者甚至要我帮他们催眠。必须结束这些游戏，现在该靠你的意志力了！想想这本书，就当我的朋友是在向你吼吧。

永无止境的实践市场在变化，新的机会涌现，旧的机会消失。优秀的交易员是成功而谦卑的人，他们总在学习。成为一名交易者是一生的挑战。

我希望《以交易为生》能帮你成为一名交易者。如果你能读到这里，那你肯定对自己的工作是严肃认真的。请你客观地看待本书，它是一位交易员的心灵自白，描述了他的成长历程和对所面临问题的解决方法，你不妨借用其中有用的部分，融入你自己的交易风格中。

如果你认为成为一名交易者是值得努力付出的——就像我多年前所做的决定一样——那我祝福你。身为交易员，我将继续学习，我有权力让自己明天比今天更聪明。（亚历山大·埃尔德）



技术分析读本

通读全书，可以用一句话来概括，即：《以交易为生》是一本内容全面、方法实用、视角独特的经典技术分析读本。

与波浪理论、江恩理论等经典技术分析理论不同，《以交易为生》一书并不是介绍某一种独特的技术分析方法和窍门，而是对之前所有的技术分析方法和指标进行系统的梳理。书中将技术指标分成了趋势跟随指标、振荡指标和复合指标三大类，并详细分析了每种指标的优缺点和应用场合。比如，趋势跟随指标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在单边市道中正确率较高，在平衡市中容易失误，而振荡指标则正好相反。其他诸如头肩形、三角形、旗形、通道、布林线、趋势线、抛物线系统、缺口、支撑、压力、波浪理论、江恩理论、道氏理论、量价关系、多时间周期分析等传统技术分析方法也有所涉及。因此，可以说本书全面介绍了技术分析的相关内容。

技术分析最大的缺陷在于失误率太高，为了解决这个问题，《以交易为生》一书作者颇费了一番心思。首先，创立了三重滤网交易系统工具，根据不同技术指标的特点，从方法上减少交易信号发出频率，提高胜率；其次，面对变化无常的市场，任何方法都无异于盲人摸象，难以全盘掌握，为此作者在书中设立了一套严格的资金管理和风险管理方法，为可能的错误交易竖起一道保护墙。因此，与一般的技术分析书籍相比，本书内容显得更实用。

证券市场再复杂，也是由人组成的，每一笔成交价格都是由买卖双方的决策造就的。凡是有人的地方，就会有情绪化的、非理性的东西，就会有主观判断，这个问题是基于客观的基本面分析方法所一直无法解决的，也是这么多年来技术分析流派得以繁荣发展的基础。在接触股票、期货、期权等投资工具之前，作者是一名职业精神病医生，由于职业关系，会接触到不少酗酒的人或有其他心理疾病的人。凭着敏锐的直觉，作者感悟到了交易的真谛，并且从心理学的角度对交易行为、大师崇拜现象、各种技术指标、技术形态和技术分析理论进行了全新的剖析，因此，《以交易为生》一书的视角独特而有趣。（佚　名）



一名成功的交易员



亚历山大·埃尔德出生在列宁格勒，在爱沙尼亚长大，16岁时进入当地的一所医学院。22岁毕业于医学院。由于十分痛恨苏联当时的体系，但又完全不可能透过合法的管理离开这个制度，从医学院毕业后，23岁那年，他在一艘轮船上当医生，当轮船行驶到非洲时，他跳离了轮船，在非洲获得政治庇护。之后，他搭上前往纽约的飞机。1974年2月，亚历山大·埃尔德降落在甘亚迪机场。背包内是非洲的夏天衣物，口袋里仅有25美元，他会说一点英文，但在这美国没有一个熟人。

到了纽约后，亚历山大·埃尔德在一家大型教学医院完成实习后成为一名精神病医生。1976年的夏天，亚历山大·埃尔德开车由纽约前往加州。他随身携带几本精神病与历史的书籍，还有一本从律师朋友处借来的恩格尔的《如何买股票》。当时，他完全没有想到这本毫不起眼的书将改变他的一生。在这趟旅程中，亚历山大·埃尔德饥渴地阅读着恩格尔的著作，最后在太平洋彼端的拉荷雅将它读完。在此之前，他完全不了解股票市场，但这个时候他开始有了赚钱的念头。

回到纽约之后，亚历山大·埃尔德买进毕生的第一只股票——Kinder Care。之后，他积极地研究市场，从事股票与选择权的投资与交易。学习交易是一段漫长的过程，最初亚历山大·埃尔德的交易账户经常不堪亏蚀。每当回到医院工作重新筹措赌本时，他大量阅读，反复思考，进行测试，然后又开始进行交易。凭着对投资的执著追求、不懈努力，再加上一点点悟性和严格的自我约束，亚历山大·埃尔德最终成为了一名成功的交易员。涉足金融交易后，亚历山大·埃尔德发表了数十篇文章、书评，制作了软件，做过许多演

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

讲，是三重滤网交易系统发明人，还担任过全美最大精神专业报纸的编辑。1988 年，亚历山大·埃尔德创办了专门为交易者提供培训的金融交易培训公司。他最著名的代表作便是《以交易为生》。目前，亚历山大·埃尔德每个星期只有几个下午会在市场收盘之后前往卡内基会馆对街的诊所，继续他精神病医生的执业生涯，但大部分的时间都花在市场中。



3. 不利的胜算



为什么大多数的交易者发生亏损，被市场掏空口袋？情绪化与草率的交易是其中的两个原因。但还有其他的理由，根据市场的实际结构来说，大部分的交易者原本就应该发生亏损。

佣金与滑移价差是谋杀交易者的两大元凶。大多数的业余玩家或许不相信这点，就如同中古世纪的农夫不相信微小的细菌足以让他们致命。如果你忽略滑移价差，又与一位收取高佣金的经纪商往来，这就如同在霍乱肆虐的期间，随意在路边小摊生食海鲜。

进场与出场需要支付佣金。滑移价差是交易设定价格与实际成交价格之间的差额。如果你采用限价单，成交价格总是你所设定的价格，否则就不能成交。如果你急于进场或出场而采用市价单，成交价格总是不如递单当时的价格。

业内人士不断由市场中吸血。交易所、主管当局、经纪人与交易顾问，他们都是靠市场讨生活。无数的交易者则默默地贡献。市场经常需要新的输家前来贡献，就如同古埃及的金字塔总是需要新的奴隶。交易产业若要蓬勃发展，需要有多余的输家前来捧场。

交易不是一场零和游戏

经纪商、交易所与投资顾问不断进行推销，吸引更多的输家前来共襄盛举。这些人总是把期货交易形容为一场零和游戏，他们掌握人性的心理。大多数人都认为自己很聪明，可以赢这场零和游戏。在一场零和游戏中，赢家的所得等于输家的损失。如果你与我就道琼斯指数未来 100 点的走势方向赌 10 美元，则我们之中有一人会赢 10 美元，另一个人输 10 美元。某位比较聪明的人，将在一段期间之内赢得这场游戏。

人们相信期货业者对于零和游戏的说法，吞下食饵，开立交易账户。他们不了解交易是一场“负和游戏”。赢家的所得小于输家的损失。因为“鸡蛋过手轻三分”——期货业者由市场中吸取资金。

举例来说，赌场的轮盘也是一场“负和游戏”，因为赌场大约有 3%~6%的抽头。所以，就长期来说，赌客不可能在轮盘中获胜。我们俩也可以来一场“负和游戏”，如果先前的 10 美元赌局是透过经纪人安排，当我们结算时，输家将支付 13 美元，赢家只拿到 7 美元，而两位经纪人则沿路笑到银行。

对于交易者来说，佣金与滑移价差就如同是人生中所不可避免的两个负担，死亡与缴税。它们降低了生活的乐趣，最后也迫使生命结束。交易者在回收任何获利之前，首先必须供养经纪人的生计与交易商的设备折旧。“中等以上”的技巧绝对不足够。

你必须站在群众的“头肩顶”之上，才能够赢取这场“负和游戏”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

佣金

对于每一手期货契约的交易，来回一趟的佣金大约介于12美元到100美元之间。大额的交易者透过折扣号子进行交易，佣金比较低；小额的交易者透过全套服务的经纪商，佣金比较贵。业余的玩家不在意佣金的负担，他们仅陶醉在丰厚的获利美梦中。经纪人辩称，佣金费用仅占根本契约价值的一小部分而已。

如果希望了解佣金所造成的真正影响，必须由保证金——不是契约价值——的角度考虑。以单口的玉米契约为例（它代表5000蒲式耳的玉米，契约价值大约是10000美元，假定你支付30美元的佣金，经纪人告诉你，佣金还不到契约价值的1%，实际上，你所存入的保证金大约是600美元。30美元的佣金相当于是保证金的5%。这意味着，这笔交易如果获利5%，你才勉强可以持平。如果每年交易四次，一年的获利率必须是20%才能够避免发生损失！很少人能够办到这点。对于许多基金经理人来说，每年20%的获利可以让他们的眼珠蹦出来。“些许的佣金”绝对不是微不足道的成本——它是成功的主要障碍。

对于许多业余的玩家来说，交易账户中的资金，有一半以上必须支付每年——如果他们能够维持那么久的话——的佣金。即使是折扣的佣金，它们也是成功交易的一个莫大障碍。在经纪人彼此之间的闲聊中，他们笑话那些客户绞尽脑汁，而目标仅是希望持平。

到处打听最低的佣金，大胆讨价还价，不要觉得不好意思。我听过经纪人报怨客户太少，从来没听过客户报怨经纪人太少。告诉你的经纪人，收取较低的佣金才符合他的最大利益，因为你如此才能成为他的长期客户。设计一套交易系统，尽可能减少交易的频率。

滑移价差

每当你进／出市场时，滑移价差将鲸吞或蚕食你的交易账户。滑移价差是实际的成交价格不同于你递单当时的市场价格。换言之，水果摊的苹果标价是29美分，但你必须支付30美分的价格。

滑移价差可以分为三类：普通、价格波动与恶形恶状。普通的滑移价差是来自于买／卖报价之间的价差，场内交易员将维持两种报价——买进与卖出。

举例来说，经纪人对于6月份S&P500的报价是390.45，如果你希望根据市价买进，价格至少是390.50。如果你希望根据市价卖出，顶多可以拿到390.40。由于每点的价值是5美元。10点的买／卖价差代表有50美元，将由你的口袋转到场内交易员的手中。这是你进／出市场所必须供养他们的费用。

买／卖报价之间的差价是属于合法的滑移价差，在流动性很高的市场（例如：S&P500与公债），价差很小；交投冷清的市场（例如：橙汁与可可），价差较大。根据交易所的说法，这是你取得市场流动性——随时可以逃出市场——所必须支付的代价。电子交易系统承诺降低这部分的价差。

市场价格波动也会导致滑移价差。场内交易员可以掌握快速变动的行情。当行情发动时，滑移价差可能一飞冲天。当S&P500暴涨或暴跌时，可能会有20点或30点的滑移价差，甚至于100点以上。

第三种滑移价差是纯粹来自于场内交易员的犯罪行为。他们有千奇百怪的手法盗取客户的钱。某些交易员把不理想的交易挪给你，自己保留理想的交易。

在一个局促的交易场所内，上百名交易员每天相处在一起，这很容易形成一种“利害与共的同志爱”——换言之，一种“我们对他们”的心态。场内交易员以绰号来称呼场外的人，把我们视为是次级的人类，他们称呼我们为“单子”（例如：“单子今天有没有进来?”），所以，你必须想办法保护自己。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为了降低滑移价差，尽可能在活络的市场进行交易，避开交投冷清与行情变动迅速的市场。在平静的行情下，进场建立部位，尽可能采用限价单在特定的价格买进或卖出，记录递单当时的市场价格，如果必要的话，让经纪人到场内为你讨公道。

整体的伤害

滑移价差与佣金，使交易活动类似于在鲨鱼出没的海湾游戏。让我们看看经纪人推销业务时所经常采用的一个例子；然后，看看实际的情况又如何。

他们的说法大概如此：一口黄金期货契约代表100盎司的黄金。某个人放空5口契约，另外五个人分别买进1口契约。黄金价格下跌4美元，买方认赔出场，每盎司损失4美元，每口契约损失400美元，这位放空5口契约的明智交易者也回补部位，每口契约获利400美元，总共是2000美元。

可是，在现实世界里，每位输家的损失都超过400美元，他至少必须支付25美元的佣金。进出的滑移价差可能各为20美元。所以，输家每口契约损失465美元，整体的损失是2325美元。在另一方面，赢家放空5口契约，来回的佣金可能是15美元，进出的滑移价差可能各为10美元，每口契约的获利将减少35美元，5口契约是175美元，所以，他的实际获利仅有1825美元。

赢家认为他获利2000美元，但实际收取1825美元。输家认为他们亏损2000美元，但实际的损失是2325美元。整体来说，桌上的黄金少了500美元（2325美元－1825美元）。这部分的黄金落到场内交易员与经纪人的口袋中，任何赌场或跑马场也不敢如此穷凶极恶地抽头！

交易者还有其他的相关开销。电脑与报价设备、资料、交易软体、杂志费与书籍——包括你现在开读的这本——都是来自于交易的资金。

寻找一位佣金最低廉的经纪人，然后紧盯着他，设计一套进出讯号较少的交易系统，而且允许你在平静的行情中进场。



4. 为什么从事交易

交易表面上看起来很简单。当一位初学者获利时，他觉得自己天生奇才，所向无敌。于是，他开始承担没有必要的风险，最后失去一切。

人们基于各种不同的动机而从事交易——有些合理，许多不合理。交易使你有机会在短期之内赚大钱，对于很多人来说，金钱代表自由，虽然他们经常不知道如何处理自己的自由。

如果你知道如何从事交易，可以安排自己的时间，随意挑选工作的地点与生活的环境，不需要看别人的脸色行事，交易是一场迷人的心智游戏——将下棋、扑克与填字等游戏结合为一体，交易吸引许多热爱心智挑战的人。

交易吸引冒险者，排斥保守者。一般人每天早晨起床，前往工作，午餐休息一阵子，再工作，回家，喝罐啤酒，吃晚饭，看电视，然后睡觉。

如果他多赚了几块钱，立即存到银行的户头。交易者不喜爱这类的例行生活。愿意让自己的资本承担风险，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

许多交易者都过着孤独的生活，他们宁可放弃目前的确定性，而奔向不可知的未来。

自我的实现

大多数人都有一种本能的欲望，试图将自己的能力发挥到淋漓尽致。这种欲望，配合交易的乐趣与金钱的诱因，促使交易者向市场挑战。

优秀的交易者通常都很精明而工作认真。他们能够接受新的观念，或许有些矛盾。优秀交易者的目标并不在于赚钱，他的目标是完美的交易。如果他的交易正确，金钱不过是成功的表征。成功的交易者将不断磨炼自己的技巧，完美的交易境界远较金钱重要。

有一位非常成功的交易者曾经告诉我："如果我每年能够更精明半个百分点，当我死的时候已经是一个天才了。"自我提升是成功交易者的通性。

某位来自德州的专业交易员邀请我到他的办公室，他对我说道："当我在进行当日冲销的交易时，如果你坐在目前的位置，绝对不知道我当时是获利 2000 美元或损失 2000 美元。"他已经到达某种境界，获利不会使他高兴，亏损也不会让他沮丧。他完全专注于交易的正确性，试图提升自己的技巧，金钱已经不足以影响他的情绪。

除了自我实现之外，许多人还有自我毁灭的特性。经常发生意外的驾驶人，他的车子老是被撞毁，自我破坏的交易者总是摧毁自己的账户。不论是自我实现或自我破坏的欲望，市场都提供无限的机会。这种内在的冲突展现于市场中，显然是一种代价昂贵的行为。

内心无法取得均衡的交易者，经常试图在市场中实现相互矛盾的欲望。如果你不知道自己的方向，结果总是处身在一个绝非你所希望的场所。



43. 三重滤网交易系统

三重滤网交易系统是由本书作者设计，从 1985 年以来，运用于实际的交易中。1986 年 4 月份，作者首度在《期货杂志》介绍这套系统。

对于每笔交易，"三重滤网"都需要经过三重的测试或过滤，许多交易机会乍看来不错，结果却被某一层滤网拒绝，任何交易若可以通过"三重滤网"的测试，成功的机会便很高。

"三重滤网"同时采用数种顺势的方法与逆势的技巧，它由数个不同的时间架构分析潜在的交易机会。事实上，"三重滤网"已经不属于交易系统的层次，它是一种方法、一种交易风格。

顺势指标与摆荡指标

初学者总是试图寻找一种神奇的万灵丹——某种可以赚大钱的单一指标，如果他们可以暂时得到幸运之神的眷顾，将自以为发现了致富的捷径。当神奇的功能消失之后，他们连本带利地被市场吞噬，然后又开始寻找另一种万灵丹。市场的复杂程度绝对不是任何单一指标所能够应付的。

对于相同的市场，不同的指标将发出相互矛盾的讯号。上升趋势中，顺势指标将发出买进讯号，但摆荡指标将因为超买而发出卖出讯号。同理，下降趋势中，顺势指标将发出放空讯号，但摆荡指标将因为超卖而发出买进讯号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当趋势明朗时，顺势指标非常适用，但在横向走势中，它们将提供反复的讯号。反之，在横向走势中，摆荡指标非常适用，可是行情一旦转为明显的趋势，它们将过早发出讯号，让使用者陷入险境。交易者说，“趋势是你的朋友”或“让你的获利持续发展”；他们又说，“买低而卖高”。可是，如果趋势向上，为什么卖出呢？多高才算高呢？

某些交易者尝试在各种顺势指标与摆荡指标的讯号中取得某种折中的妥协。妥协很容易作弊，如果你采用比较多的顺势指标，将产生某种结论；如果你采用比较多的摆荡指标，将产生另一种结论。交易者总是可以根据心中的成见来搭配指标。

“三重滤网”交易系统同时采用数种顺势指标与摆荡指标，希望过滤两者的缺点而保留它们的优点。

选择时间架构

还有另一个难题：趋势可能同时向上与向下，这取决于你以哪一种时间架构的图形为准。日线图的趋势可能向上，而周线图的趋势则向下，反之亦然。交易者需要处理不同时间架构中相互冲突的讯号。

“道氏理论”的创始者查尔斯·道在本世纪之初提出，股票市场有三种趋势。长期趋势持续数年之久，中期趋势为数个月，然后是短期趋势。罗勃·李是 20 世纪 30 年代的技术分析学者，他将这三种趋势分别比喻为潮汐、波浪与涟漪。他认为，交易者应该顺着潮汐方向交易，掌握波浪的走势，不需要理会涟漪。

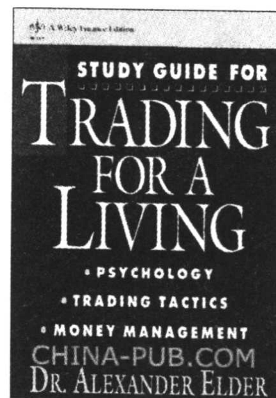
时代已经不同了，市场变得更不稳定。时间架构的解释，需要比较大的弹性。“三重滤网”交易系统在这方面采取一个原则：任何时间架构都是以 5 的因子与较大和较小的时间架构相互关联。

每位交易者都必须决定自己所希望交易的时间架构。“三重滤网”称此为“中期”时间架构。“长期”时间架构是较高的一个层次，“短期”时间架构则是较低的一个层次。

举例来说，如果你的交易部位通常是持有数天或数个星期，则你的中期时间架构是由日线图界定。周线图是属于较高的一个层次，界定长期的时间架构；小时走势图是属于较低的一个层次，界定短期的时间架构。

部位持有时间短于一个小时的当日冲销者也可以采用相同的原则。对于他们来说，中期时间架构是由 10 分钟走势图界定，小时走势图界定长期时间架构，2 分钟走势图界定短期时间架构。

在“三重滤网”中，首先必须检视长期的走势图。你仅可以顺着潮汐的方向交易——长期走势图中的趋势。然后，在逆着潮汐方向的波浪中寻找进场机会。举例来说，当周线趋势向上，日线图的跌势是买进的机会。当周线趋势向下，日线图的涨势是放空的机会。



《以交易为生》英文版封面

第一层滤网——市场潮汐

“三重滤网”首先是分析长期走势图，较你所交易的时间架构高出一个层次。大多数的交易者都仅注意日线图，每个人都观察这份涵盖数个月资料的图形。如果分析周线图，你的视野将因此而扩大 5 倍。

“三重滤网”的第一层滤网是采用顺势指标辨识长期的趋势。最初的系统是采用周线 MACD 柱状图的斜率辨识潮汐的方向。斜率是由最近两支柱状图的关系决定的。如果斜率向上，代表多头居于主控地位，仅由多方进行交易；如果斜率向下，代表空头居于主控地位，仅由空方进行交易。

交易者有三个选择：买进、放空或观望。“三重滤网”的第一层滤网剔除其中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个选择。在主要的上升趋势中，仅可以买进或观望。在主要的下降趋势中，仅可以放空或观望，你必须顺着趋势潮汐方向前进，否则不要下海。

第二层滤网——市场波浪

第二层滤网是辨识逆着潮汐方向的波浪。如果周线的趋势向上，日线的跌势代表买进的机会。如果周线的趋势向下，日线的涨势代表放空的机会。

第二层滤网是运用日线图上的摆荡指标，辨识偏离周线趋势的交易机会。摆荡指标在跌势中提供买进讯号，在涨势中提供卖出讯号。根据“三重滤网”交易系统第二层滤网的规范，你仅可以采用周线趋势方向的日线交易讯号。

第三层滤网——盘中突破

在“三重滤网”交易系统中，第一层滤网是辨认周线图中的潮汐。第二层滤网是辨认日线图中逆着潮汐方向的波浪，第三层滤网是辨认顺着潮汐方向的涟漪。它根据盘中的价格行为设定进场点。

第三层滤网不需采用走势图或指标，它是在第一层与第二层滤网发出买进或放空讯号之后，用来设定进场点的技巧。第三层滤网是在上升趋势中采用“追踪型买进停止单”，下降趋势则采用“追踪型卖出停止单”。

如果周线的趋势向上，日线的趋势向下，利用追踪型买进停止单捕捉向上的突破。如果周线的趋势向下，日线的趋势向上，利用追踪型卖出停止单捕捉向下的突破。

停损

适当的资金管理方法，是交易成功所不可或缺的一环。自律严格的交易者会迅速认赔，绝不会像输家一样犹豫不决。“三重滤网”交易系统是采取非常紧密的停损。

一旦进场买进之后，将停损设定在交易当天或前一天的低价——以较低者为准——下方一档处；一旦进场放空之后，将停损设定在交易当天或前一天的高价——以较高者为准——上方一档处。如果行情朝有利方向发展，尽快将停损调整到损益两平的价位。往后，设定停损的原则是保护 50%的账面获利。

由于“三重滤网”仅顺着潮汐方向进行交易，所以需要采用紧密的停损。如果一笔交易不能立即获利，显示市场表面之下的根本情况已经发生变化，最好迅速出场。第一个认赔的机会，往往是最明智的认赔——让你在场外重新检讨市况。

保守的交易者应该根据“三重滤网”交易系统的第一个讯号进场买进或放空，然后继续持有部位，直到主要趋势发生反转或被停损出场。积极的交易者可以继续采纳日线摆荡指标的每个新讯号，利用既有部位的获利部分进行加码。

在平仓方面，部位交易者应该以第一层滤网的讯号为准，继续持有部位，直到周线趋势发生反转为止。短线交易者可以根据第二层滤网的讯号获利了结。举例来说，假定交易者进场做多，如果劲道指数翻为正值或随机指标的读数超过 70，他可以获利了结而卖出，然后另外寻找买进机会。

总之，“三重滤网”交易系统同时采用数种的时间架构与不同形态的指标。它采用长期走势图上的顺势指标，以及中期走势图上的短期摆荡指标，并运用特殊的进场买进或放空技巧。

另外，它还采用紧密的资金管理法则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

48. 出场

认赔在情绪上可能不简单，但获利了结或许更困难。如果你具备交易的纪律，进场之后立即设定停损，就可以自动接受小额的损失。可是，获利了结就比较棘手了。当行情朝有利方向发展，你必须决定究竟是应该继续持有、出场还是加码。

如何处理账面获利，这对于业余交易者将是一个天大的难题。每当价格顺势跳动几档，财源就滚滚而入，于是兴起无法遏止的贪婪：继续持有，赚更多的钞票。可是，当行情稍为朝反方向发展，他们又笼罩在恐惧之中：还是趁早获利了结吧。一位交易者凭着情绪而反应，他就不能拟定理性的决策。

交易者的最大错误之一，是在建立部位的当时就开始计算钞票，计算钞票会让你陷入困境，干扰理性交易的能力。如果你发现自己在计算账面获利，盘算着它们可以拿来买什么——立刻断除这种念头。如果你没办法割除这些想法，那就应该割除你的部位。

如果一位初学者过早获利了结，他将捶首顿足，决定下一次必须坚持。于是，他停留过久而损失。如果初学者因为行情反转而吐回既有的获利，他下一次将提早获利了结，并因此而错失主要的行情。总之，市场将牵动业余者的情绪，让他们纠缠在两难的决策中。

如果行为反应是出自于内在的情绪而不是外在的现实，交易者注定失败。即使交易系统可以提供理想的讯号，偶尔或许可以获利，但最后仍然不免失败的结局。贪婪与恐惧将遮蔽交易者的心灵。在交易之中，成功的唯一方法是运用你的理智。

品质重于钞票

成功交易者的目标，是尽其所能将交易提升到最理想的境界，钞票居于次要的地位。如果你觉得奇怪，不妨考虑任何领域内的优秀专业者。优秀的老师、医生、律师、农夫或任何其他的从业者，他们不会在工作的时候计算钞票，否则，他们的工作品质一定会受影响。

如果你问你的医生，他今天赚了多少钱，他应该无法回答（如果可以，你不希望他是你的医生）。打电话问你的律师，他今天赚了多少钱，他或许知道今天的工作时数，但不应该知道精确的金额。如果他在工作中不忘计算钞票，你应该另外找其他的律师。一位真正的专业者会把他的所有精力投入工作之中——而不是计算钞票。

在交易之中计算钞票，这是一个即将失败的警讯，因为情绪已经浮现，理智将被遮蔽。所以，一旦开始有盘算钞票的冲动，你应该尽快结束部位。

专注于品质——寻找合理的交易机会，严格遵守资金的管理法则，寻找理想的进场点，避开赌博的心态，然后，钞票会自动地进账。当交易完成之后，你可以慢慢地计算。

一位优秀的交易者，他的工作是寻找与完成理想的交易。一位专业的玩家必须持续研究行情，留意机会，调整资金管理的方法，以及其他等等。如果你问他目前的一笔交易已经赚了多少钱，他仅知道自己是小赚或大赚，或者是小赔（他不可能大赔，因为停损设得很紧）。就像其他的专业者一样，他把所有的精力投入工作之中，忙着提升交易的技巧。他不会在交易之中计算钞票，他知道，只要自己按照交易计划行事，一定可以赚钱。

指标的讯号

如果你运用某些指标进场建仓，也应该让它们带领你出场。当你买进或放空时，如果某些指标适用于当时的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

行情，你就应该让它们决定卖出或回补的时机。

交易者经常会对自己的部位产生依恋的情绪，获利会让人们觉得陶醉，甚至亏损也会勾动兴奋的感觉。就像云霄飞车一样，惊恐而刺激。当技术指标显示出场的讯号，立即采取行动，不要理会情绪和感受。

获利目标、艾略特波浪与费波纳茨数列

某些交易者会预先设定获利目标，他们尝试在价格触及压力时卖出，或在价格触及支撑时回补。艾略特波浪理论是预测反转点的主要方法之一。

某些以艾略特波浪理论为基础的咨询顾问业者，总是提出所谓的“交替计数”，他们可以由事后的角度解释每个走势，但不能有效处理未来的行情。

费波纳茨数列与比率（尤其是 1.618、2.618 与 4.236）可以说明自然界的许多关系。在《群众心理与走势预测》一书中，Tony Plummer 说明如何运用费波纳茨比率来预测行情突破交易区间之后的价格目标。他计算交易区间的高度，将此高度乘以费波纳茨比率，然后朝突破方向衡量。关于目标价位的设定，有经验的交易者会配合其他的技术分析工具。在预定的反转点，他们观察技术指标的讯号。如果技术指标与价格趋势发生背离，这可以强化出场的讯号。如果仅根据目标价位进行交易，将会孕育不恰当的自大心理，市场的复杂程度绝不是几个数字所能够处理。

设定停止点

态度严肃的交易者在进场的同时就会设定停损，如果行情发展顺利，停止点也应该随之调整，降低部位所承担的风险，并保护既有的获利。停止点仅能够朝单一的方向移动——交易的方向，我们都希望交易能够成功，停止单是防范梦想成空的一种现实工具。

当你做多时，停止点可以维持不动或调高，但绝对不可以调降。同理，当你做空时，停止点可以维持不动或调低，但绝对不可以调升，对于亏损部位来说，“少输为赢”是至高的原则。如果一笔交易发展不顺利，这代表你的分析有瑕疵或行情已经发生变化。在这种情况下，应该尽快出场。

态度严肃的交易者会设定停止点，就像舵手会采用棘轮装置一样，输家也会调整停止点，但方向是顺从幻想而违背现实。

学习如何设定停损，就如同学习如何驾车一样。我们所学习的技巧都相同，但需要根据自己的风格进行调整。以下讨论相关的基本法则。

1. 停损单

在进场的同时就必须设定停损。一笔没有设定停损的交易，就像是没穿裤子在曼哈顿的第五街闲逛，确实可以这么做，我也看过人们这么做，但似乎不太得体。停损单可以让你免受错误交易讯号的严重伤害：至少可以降低损失的速度。

停损单可以控制你的风险，虽然它未必始终有效。价格偶尔会跳空穿越你的停损，停损并不是一种完美的方法，但它是我们最佳的防御工具。

当你进场做多时，将停损设定在最近次要支撑的稍下方。当你进场做空时，将停损设定在最近次要压力的稍上方。“抛物线”系统将随着时间经过与价格变动而朝交易方向调整停止点。如果你采用“三重滤网”交易系统。进场时将停损设定在最近两天的极端价位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2. 损益两平的交易指令

进场的最初几天最难过，你已经做了充分的准备，挑选理想的交易机会而下单。部位建立之后，已经设定停损。然后，你基本上就无能为力了——就如同起飞之前的飞机驾驶员，引擎已经充分运转，但飞机的速度还很低，没有多少的操作空间——只有依赖你的系统。

一旦价格朝有利方向发展，尽快把停止点调整到损益两平的价位。当飞机顺利起飞之后，你就进入比较安全的阶段。现在，你可以在保本与获利之间选择，而不再是亏损或获利。

一般来说，价格与进场点之间的距离，必须超过每天的平均价格区间，然后你才可以把停止点移到损益两平的价位。至于确实应该如何操作，这需要仰赖经验与判断。

当你把停止点调整到损益两平的价位，这会提高振荡出局的风险。业余者在出局之后，经常留下一大段行情，许多业余者仅给自己一次进场的机会。在停止出场之后，重新进场并没有什么错，只要进场讯号继续有效，专业玩家就会继续尝试，但仍然采用紧密的资金管理方法。

3. 保护既有获利的交易指令

如果价格继续朝有利方向发展，你必须保护既有的账面获利。账面获利与荷包里的钞票没什么两样，必须以相同的态度对待它们。你仅可以让它承担一部分的风险，这是继续进行交易的代价。

如果你的态度比较保守，可以针对账面获利采用“2%的法则”。这种交易指令的目的是保护既有的获利，继续顺着交易方向调整停止点，不允许获利部分承担2%以上的风险。

态度比较积极的交易者，可以采用“50%的法则”。换言之，半数的账面获利是你的，另外半数的获利还是属于市场，你可以标示多头部位建立以来的最高价，或空头部位建立以来的最低价，将停止点设定在该点与进场点的中间位置。举例来说，如果价格已经发生10点的有利走势，设定停损保护5点的获利。

如果心中有所存疑，可以采用“抛物线”系统设定停止点。如果你不确定是否应该继续持有获利的部位，最好还是出场重新评估。出场之后再进场，这并不代表你三心二意，当资金没有承担风险的时候，人们的思绪比较清晰。

交易之后

平仓不代表交易已经结束，你必须分析而从中汲取教训。许多交易者把平仓的回报条往抽屉里一扔，然后开始搜寻另一个交易机会。他们错失了专业交易者成长的最重要部分——自我评估与分析。

你是否完成一笔理想的交易？哪些指标有用而哪位无效？进场点的掌握如何？

最初的停损单是否设定得太紧或太松？为什么？程度如何？损益两平的停止点是否设定得太早或太迟？保护账面获利的停止点是否设定得太紧或太松？是否错失出场的讯号？有何改进之处？在交易的各阶段中有何感受？这些分析是处理情绪性交易的最佳良方。

扪心自问这些与其他的问题，尽可能从自己的经验中学习。冷静的分析，其功效远胜过获利的趾高气扬或亏损的伤心欲绝。开始记录“事前与事后”的交易日志。每当你建立一个部位，列印当时的走势图，将它贴在交易日志上，记录你进场做多或放空的主要理由，拟定交易的相关计划。当你出场时，再列印一份走势图，贴在交易日志的另一侧。以便对照。写下出场的理由，列举正确或错误的决策。于是，你有一份图文并茂的交易记录，这本交易日志可以让你从过去的经验中学习，发觉思考上的盲点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《操纵金钱》

【美国】安迪·凯斯勒（1958~ ）

1949年，一个叫阿尔佛雷德·温斯洛·琼斯的人认为，他能够通过一只手借钱买股票，同时另一只手卖掉他并不实际拥有的股票来提高自己的投资收益。如果实施了正确的操作，那么他就有可能在未来价格上涨或下跌的市场上挣到钱。琼斯就是这样发现了“对冲”。从那时起，一些想成为富翁的聪明人就开始创造复杂的套利方式，并让那些没有足够的智慧进行投资的有钱人提供资金。我是怎么知道这些的？几年前，在纽约的洛克菲勒广场，我曾经看到一扇大门上有“A.W.Jones”的名字，于是问了关于他的一些事情。

在20世纪60年代末期，对冲基金的发展已经有些年头了，你开始关注一些名字，比如乔治·索罗斯，迈克·施泰因哈特，甚至还有沃伦·巴菲特，这些人曾掌管当时对冲基金中的200家。要投资对冲基金，你必须是一个百万富翁，用通常的说法，也就是一个“受信投资者”。联邦政府把注意力集中在消极影响上，认为让富有的人傻一些没什么问题——毕竟，即使把所有钱都输掉，他们也能负担得起，但是所有这些做法的真正后果是普通人被拒之于巨额回报之外。

到了20世纪90年代，几百只基金变成了几千只基金，其中大多数基金采取快速流动的操作方式。它们从每一笔交易中赚取微薄的利润，但是天天要不断地买进卖出东西，当然最后都变成了真正的钱。老虎基金的朱利安·罗伯逊和长期资本管理公司的诺贝尔奖获得者们正是这么做的。他们通过巨大的交易大厅操作巨额资本，交易大厅布满了电脑显示屏，上面满是红红绿绿的价格跳来跳去。这些家伙对所有价格变动的东西进行套利。我当时正尝试募集资金加入这个挣钱的游戏。

——引自《操纵金钱》



他曾以377%的收益率，获1999年全美盈利率第四的对冲基金；他用了5年的时间，将1000万美元的投资变成了10亿美元；他以“30秒内，3个要点”这一独到的投资秘诀，发现了一个个获利翻几十倍的互联网公司，并能在泡沫爆破之前全身而退，成为华尔街的奇迹！他就是美国权威杂志《机构投资人杂志》评选出来的“全明星”分析师——安迪·凯斯勒。相较沃伦·巴菲特，安迪·凯斯勒在很多投资者的心目中的知名度几乎为零。然而，科技股浪潮下精准的判断力为他赢来了“华尔街之鹰”的美誉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事实上，无论是在物欲横流的华尔街，还是在冷酷无情的对冲基金丛林，凯斯勒都是一个异数。他不愿做利益的附庸，所以连摩根史丹利首席分析师的高位也弃之如履；他不想做股票的奴隶，所以在2000年网络股股灾发生前，抽身而退。攻成不易，守成更难。从优秀的华尔街分析师到成功的对冲基金经理，恰是数次在巨大诱惑前罕见的“逃脱”勇气，使凯斯勒得以守持来之不易的声誉与财富，成就英名。

作为美国金融市场的畅销书作者，安迪·凯斯勒的第一部著作《华尔街之肉：我从股市绞肉机中死里逃生》，被《华盛顿邮报》誉为“对金融界内幕最具洞察、最具可看性的一本书”。他的第二部著作《操纵金钱》登上了《纽约时报》畅销书排行榜，获得了《巴伦周刊》杂志年度最佳图书称号。在该书中，凯斯勒以小说的写法、幽默嘲讽的口吻，讲述了他募集资金、寻找有潜力的投资对象乃至关闭基金的全程，对于国内众多投资者来说很具有启发意义，而即便对不做投资的普通读者来说，凯斯勒探寻财富秘密的过程本身也值得一读。





追寻财富真的是一个永无止境的过程，操纵金钱也是如此。投资的秘密就是远离市场上的噪声，寻找那些最真实的东西。安迪·凯斯勒用相当长的时间终于摸索出“投资三秘诀”，即庞大的市场、超凡的竞争优势以及运作这个优势的商业模式，这是《操纵金钱——知识经济时代的财富游戏》全书最重要的内容，其总结出了知识经济时代的商业模式，即初始的成本很高，但边际成本等于零，如果找到了庞大的魔鬼市场，财富就会像瀑布一样滚滚而来，其利润根本就不是传统工业社会可以估量的。这也就是我们在书中看到的当年纳斯达克市场很多股票疯狂上涨的原因。但另一方面，正因为初始成本很高，一旦所投资的领域没有魔鬼市场，那就会血本无归，不像工业时代还可以有一些厂房和设备出售。所以，其风险比工业经济更大，这也是在纳斯达克中一些公司一钱不值的原因。作者考察企业时，就是因为有这样一套知识经济的理念。他用勤奋挖掘出拥有魔鬼市场的公司，同时避开那些没有市场、最后血本无归的公司。事实上，只要是投资者，就应该能有一套自己摸索出来、适合于自己的理念。

安迪·凯斯勒在20世纪80年代初在贝尔实验室从事芯片设计和编程工作，后来不懂财务的他却当上了分析师，并从菜鸟分析师成为摩根史丹利的最佳分析师。作为研究分析师、投资银行家、风险资本家和对冲基金经理，他在华尔街工作近20年，对其中的内幕可谓了若指掌。他认为没有人有时间优势，但重要的是要走在新闻前面。凯斯勒不辞辛苦实地走访公司，从蛛丝马迹中寻找投资的机会。他成功的关键是抓住了知识经济时代带来的质变，从知识经济模式中赚取巨额利润。所以，他提早投资了Real Network和Instinet公司，赚取了三四十倍的利润。勤奋的投资考察很重要，但更重要的是投资理念，尤其是处在一个知识经济的新时代。凯斯勒的投资原则看起来很简单：“规模”、“横向经济模型”、“市场边缘的智能”和“利润盈余”。这些工具常被他用来识别那些有潜力的公司。他坦言，不是每一次投资都能成功，但是成功的选择往往弥补了失误选择的损失，并且创造了更好的收益。

凯斯勒在《操纵金钱》一书中用瀑布来形容其追寻的目标——寻找的是巨大的翻倍利差而不是平缓的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

河流。逐利是所有投资人的天性，华尔街的格言是："金钱游荡全球，就是为了寻找最高的回报。"当然，凯斯勒的对冲基金与别的对冲基金不同，一般的对冲基金采用套利方式追求短期回报的比较多，但凯斯勒更多的是实业投资，更注重长期效应。

凯斯勒成功的关键是抓住了知识经济时代带来的质变，从知识经济模式中赚取巨额利润。勤奋的投资考察很重要，但更重要的是投资理念，尤其是处在一个知识经济的新时代。

商界风云中常常是机遇与风险并存，凯斯勒却能趋利避害，从经济危机的旋涡中成功获利全身而退且未被"套牢"。这在于他很会下工夫，更在于他把握住了理念。他下工夫的地方在《操纵金钱》一书中有很多描写，比如他去考察企业，看到企业的 CFO 和他谈话的时候马上把门关上，这就是一个信号——这家公司会有很多猫腻，说不定业绩也造了假。书中称："CFO 关上大门的信号几乎屡试不爽。"这都是下工夫的基础。更重要的是，我认为作者已经把握住了知识经济时代的获利模式。同时，凯斯勒具备不同于一般人的判断力，他看到了市场中的疯狂，并能及时退出，正如他在书中所说的："你也许在焰火真正结束之前还不想离开，但是我要逼着人们向停车场走去。"真正疯狂的人会迷失，而清醒看出市场疯狂的人多半会成功操纵金钱。



金钱游戏的规则



"Running Money"是这本书的英文题目，的确不好翻译。Run 直接的含义是"跑"，出于比赛需要设置跑道，有了这些轨道，Run 的含义又丰富了些，起初是上轨道，接着就被引申为"经营"。让一切经营上轨道并不容易，尤其是让金钱走上轨道，因为在瞬息万变的资本市场，什么是金钱的轨道并不清晰。因此对于华尔街的投资者而言，金钱仿佛就是一场游戏，而取胜的关键在于洞悉规则，关键问题是，金钱游戏有规则吗？

跑动的钱好像有自己的生命一样，总是朝边际收益最高的部门而去，不管这个部门从事什么行业或者



揭秘凯斯勒四大利器

利器一，拨开迷雾。投资就像在迷雾中穿梭，大多数人是看不清迷雾中的投资机会的，但凯斯勒可以，因为他可以看清迷雾中一些非常重要的趋势，找到非常成功的股票。作为投资者，你就要在雾还没有散的时候看清趋势，搭顺风车。而搭到顺风车的前提是"找到正确的趋势"。凯斯勒认为公司规模是判断趋势的一大依据。

而在科技投资领域由于芯片技术成本的不断下降，为电子消费产业提供了无限可能，其公司规模也随之扩大，所以投资者的关键是发现这隐藏在迷雾中的趋势。

利器二，瞄准商业模式。在通讯行业过去的电话公司，从做电话到本地的交换机，一直到长途电话，所有的业务都是自己来做。到了因特网时代，我们又看到一个水平的层级的划分，在因特网时代绝不能够再由一家公司来包办一切了，大家看到在搜索领域我们有 Google，在每个层级当中，我们判断的重点是知识产权，我们要在这当中找到一个与众不同的公司。这些公司之所以能够与众不同，是因为它们可能具有以上这些要素当中的一个或者是多个，比如说专利权、芯片、算法、版权或者是商业秘密。当你能够找到这些机会的时候，对于你来说，就是雾渐渐散开了。一个伟大投资的这样一个图像就会变得更加清晰一些。

利器三，垂青网络边缘的智能。对电话网络而言，经过了中央办公室交换、人工接线交换、数字交换、集成电路板交换的过程。有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

位于世界上哪一个旮旯的地方，金钱总是有办法到达那里。对于投资者而言，真正睿智的眼光是穿透金钱运动的轨迹，并在大量金钱行动之前，切入源头，然后等待，守株待兔在这里的含义是，必须要守对“株”才行。

本书作者安迪·凯斯勒，是一个曾依靠在信息和高科技领域投资，使其管理的对冲基金达到美国盈利率第四高的风险资本家，在这本《操纵金钱》中，他通过自己的亲身经历，试图告诉人们他如何抓住了机会，或者说他如何操纵了金钱。

这听起来的确像一个诱人的美梦，仿佛时光倒流，到了产业革命的初期，大批人在新技术面前茫然无措，少数人充满了憧憬，但是只有那些有远见的投资者选择了新技术会得到大量应用的企业和行业，这些人才是金钱浪潮的弄潮儿。凯斯勒不无神秘地提到一个老者——齐德先生，让他完成关于产业革命初期的历史作业。也许齐德的意思是让凯斯勒以史为鉴，从中获得关于投资何种公司或产业的信息。而凯斯勒不负所望，从蒸汽机的发明以及其在纺织行业的应用上得到了启示。凯斯勒认为需要投资那些具有长远发展前途的公司，或者那些会应用新技术的公司，尽管那些公司的产品价格可能会迅速降低，但是它们是产业链的重要环节，甚至是催生新产业的母体，如果找到那些公司，就相当于找到了吸引金钱的魔力盒，只要事先投入一点点，财富就会源源不断。

蹩脚的历史学者可能会认为这是因为处于工业革命的时代，一切正好让那些幸运儿碰到了。但安迪·凯斯勒显然不是这么认为的，即便这是一个知识经济时代，那些伟大公司的发展史几乎都有惊人相似的地方，尽管需要一点点运气，但没有长久眼光的公司都不会长久，它们在股市上的表现也是扁舟在惊涛骇浪上，起伏得厉害。这类公司并不是安迪·凯斯勒关注的对象，尽管在掌管对冲基金的时候，他也快进快出过一两只股票，也曾经为股市疯狂的表现而心醉神迷，也为不能在短期内赚取更多的利润而感到懊悔，但是毕竟安迪·凯斯勒不同于一般的投资者或者那些眼光短浅的对冲基金经理，他所要找寻的是财富背后更深层次的含义，是追寻金钱运动的轨迹。

凯斯勒嘲笑大部分华尔街的愚蠢分子，因为他们并不了解尽管在后工业时代，找到可能大规模利用突破性新技术的公司，仍旧是投资者在长期取胜的不二法门。这不仅因为大规模应用新技术的公司可能降低

朝一日这样交换的网络工作就不需要放在终端的网络当中来实现，这就意味着智能从网络的中心被部署到了网络的各个边缘。于是整个架构就发生了变化，而这对于投资者来说是一个赚钱的好机会。现在世界上所有的电脑都能够实现联网，不是通过某一个中心枢纽来实现连接，而是通过因特网。这样就出现了一些具有创新思想的创业企业家，他们推出了一些新的应用，这样的一种应用，会创造一个全新的巨大的市场。一旦看到这一点的时候，雾就会更多地散开，投资者就能看清一个非常好的投资机会。

利器四，寻找利润顺差。拿联想笔记本电脑来说，联想要从美国进口像微软的一套操作系统和软件以及英特尔奔腾的微处理器，来组装然后销售，在这一过程中，联想的毛利率不过5%。微软的软件虽然卖了100美元，但是它的成本是非常之低，然而微软卖出一套软件的毛利率却达到了95%，英特尔的毛利率是83%。如果把这个关系调转一下，让这些产品在中国设计，而在中国以外的国家去生产，这样所有的利润方向都正好可以对调过来。所有的关键就在于知识产权这个环节，如果能够抓住这种趋势的话，就会找到一只成功的股票。

同时在技术类的股票当中，凯斯勒也向投资者介绍了一些杀手锏级的应用市场：消费电子产品市场，比如智能手机、虚拟键盘、GPS导航设备、视频游戏、虚拟音乐等；还有因特网媒体市场；医疗卫生保健市场等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成本，更重要的是这种大规模应用会带来意想不到的瀑布效应。正如凯斯勒在书中回顾18世纪突飞猛进的工业时代，蒸汽机引发的资本故事。他在书中写道，"里面有市场需求（矿井中的洪水），技术（瓦特的冷凝器和维尔金森的精密汽缸），资本（博尔顿的钱），知识产权（议会的专利法案）和闲置的劳动力（无地可种的农民）。"只要一个商业模式运转起来，这一切都能够产生利润。凯斯勒知道，这个经验其实并非工业经济时代的特殊产物。知识经济时代商业规则的核心本质并没有发生变化，那就是寻找那些会产生瀑布效应的公司。

尽管这些公司的产品很小，不起眼，但是几乎所有的公司都要用到它的时候，瀑布效应就会产生，而金钱也会源源不断，这就是 Running Money 的本质。好比说电脑的 CD 驱动器要使用激光二极管，那么投资激光二极管公司是一项不错的选择，操纵激光二极管吧，世界上每卖出一台电脑就会带一个 CD 驱动器，就意味着会卖出一个激光二极管，网络的迅速拓展会带来瀑布一样的需求，去找到这样的公司吧，这是安迪·凯斯勒在书中的忠告，这不仅为个人带来财富，也推动了市场的拓展。

凯斯勒显然是一个诚实的人，因为要找到这样的公司并不容易，正如金钱游戏的规则一般，尽管有迹可循，但仍然需要耐心去把握。也许读读安迪·凯斯勒这本写得有趣的财经书，能带给你启示。（李华芳）



知识经济时代的财富游戏

《操纵金钱》是一本妙趣横生的投资日记，里面全是局内人所讲述的幕后故事。作者安迪·凯斯勒带领读者进行了一趟跌宕起伏的投资旅行，看尽特色不一的高科技企业、心怀鬼胎的匿名投资者以及在互联网大潮中各施手脚的风险投资家。

凯斯勒在华尔街做过各种各样的工作，从技术分析师到投资银行家再到风险投资家，最后成立了一个对冲基金来直接兑现自己的投资理念。然而谈何容易，他很快就发现，每个投资者都需要找到自己的优势，否则在这片华尔街的基金丛林中只能是寸步难行。在一次飞机上巧遇奇人点拨之后，作者开始回顾历史，探索利润的本质……

《操纵金钱》是一本有趣的财经书。作者安迪·凯斯勒经营一家对冲基金达5年之久，可书中却从未提到如何买空卖空及利用金融衍生工具赚钱。相反，他用了大量的篇幅来讲述自己的投资理念，甚至人生感悟。一路上激扬文字，指点世界经济，笑骂过时落伍的经济学家与投资分析师，以至于有人认为可以将此书当作休闲读物带到海滩上阅读。

《操纵金钱》这本书还有点像情节跌宕起伏的冒险小说，比如凯斯勒专门在书中插入一章，回忆十几年前在飞机上的一段奇遇。他碰到了一个长相可爱的老头，一番闲聊下来，竟引发了对"是什么让硅谷运转起来的"的思考。

这个长相可爱的老头后来成了他那个小得可怜的对冲基金的大东家，还给他布置了许多稀奇古怪的作业。凯斯勒埋首于描述18到19世纪那场工业革命的旧纸堆中，看到了瓦特如何改良蒸汽机的设计，英国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

议会如何运用专利法保护财产所有者，资本家如何提供一个能够满足市场需求的盈利模式，高效能源的提供如何带动新一轮的技术发明，这些技术发明又是如何在全球范围内（从英格兰到美洲大陆再到非洲）进行产业结构的调整。尘埃落定之后，我们发现美洲在全球经济的角色变成了提供大量诸如棉花之类的工业原料的地区，非洲不幸地负责提供奴隶劳动力，英国则利用工业机械进行加工，源源不断地向全世界提供制成品。用凯斯勒自己的话说："这曾经是，现在仍然是，工业经济的概念。"

但凯斯勒马上发现，工业革命已死，早被扔进了历史的垃圾堆，今天我们身处的是信息革命的时代。英国是工业革命的代表，而美国则是信息革命的楷模。在这个设计与生产分离的经济模式中，真正有价值的东西不是制造，而是不断更新产品并时刻保持领先的能力。因此，尽管外债高达 4 万亿美元，且面临着经常和资本项目的双重赤字，可凯斯勒却乐观地认为，当代美国经济已经变成了一个具有高度弹性、面向全球发展、欣欣向荣且效率很高的经济体系。他通过自己的投资实践发现，美国出口的知识财产能够获得极高的利润，这里的财产包括英特尔的芯片设计、微软的"视窗"软件以及好莱坞的电影。

华尔街的格言是："金钱游荡全球，就是为了寻找最高的回报。"美国的知识财产企业因其产品的无可替代性而拥有丰厚的利润，也因此成为资本追逐的对象。借助资本市场的调节与平衡作用，大量以贸易逆差形式流出美国的金钱最终又回到了美国，并在流转中提高了整个经济的财富总量。

在这个被凯斯勒称之为"我们思考、他们流汗"的经济体系中，美国通过生产知识占据了利润生物链的最上游。也正因为如此，作者的投资理念便是寻找那些拥有"庞大的市场"、具备超凡"竞争优势"，并形成可资运作的商业模式的企业。这些企业无一例外，都具有良好的长期发展前景。

有许多作者将《操纵金钱》一书与《说谎者的扑克牌》、《门口的野蛮人》等经典财经著作相提并论。这样的比较当然有其道理，凯斯勒文笔的优美堪比迈克尔·刘易斯等一流财经作家，而对商业世界运作的洞察力甚至还胜过他们一筹。

但除此以外，作者更倾注了对历史与今天的思考，他所关心的与其说是如何得到财富，不如说是财富的意义。换句话说，这是一本有趣的财经书，却又不仅仅是一本有趣的财经书。（王志毅）



华尔街之鹰



1980 年，当安迪·凯斯勒刚刚从康奈尔大学电子工程系毕业时，他或许从未想过有一天会玩起金钱游戏。在结束贝尔实验室 5 年电机工程师的工作后，1985 年，只懂技术的凯斯勒穿着紫红色衬衫、宽松长裤来到了华尔街，敲开了潘恩·韦伯集团的大门。这是当时他最好的行头，也是当年刚流行的"科技怪胎时尚"装束。显然，他还没有做好从一名贝尔实验室的电机工程师摇身而为华尔街半导体行业分析师的心理准备，这身与华尔街格格不入的打扮使在路上碰见他的熟人大为吃惊。不过，在研究部主管的力挽以及 3 倍薪水的诱惑下，他开始给了解华尔街的朋友打电话进行咨询，并遭到其中一位的怒斥："你是个白痴吗？接受这份工作！"就这样，26 岁的凯斯勒撞进了华尔街的大门。新的同事们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

祝凯斯勒好运，然而他的运气似乎糟透了。看上去华尔街的要求并不高——51%的时候做出正确预测即可，但在分析师生涯的头6个月里，凯斯勒似乎全错了。

凯斯勒错了什么？他在撰写的第一份研究报告里，对芯片股给出了“持股观望”的建议，并在一周后修正为“卖出”。时逢1985年10月，行情火热，这个建议让上司大吃一惊。凯斯勒却认为芯片行业的复苏只是表象，由于此前两年产业过度扩张，加之日本厂商的低价倾销，其前景不容乐观。这个大胆的建议得到公司一位以苛刻著称的重要客户的赞赏，却遭到股票经纪人愤怒的质疑。那些被建议卖出的股票还在涨，但凯斯勒不打算改变观点。他坚信，身为分析师，你必须比别人更早做出预测，而不是报道已发生的事实。

到了1986年7月，凯斯勒认为“芯片股大屠杀”已基本结束，对英特尔和摩托罗拉提出了“买入”建议。然而，仿佛故事重演，就在当天，两家公司的股票双双下跌。一周后，英特尔公布了盈利数字：亏损1亿美元！这是该公司有史以来最大的亏损。英特尔的股价快速下挫，一直跌到16美元一线。但凯斯勒从这些现象中看到的是公司营运成本的陡降。1987年1月，芯片业整体复苏。英特尔股价一路走高，直到60美元。

在过去半年里，一直忍受着嘲笑的凯斯勒终于得到了回报。曾经激烈指责过他的同事开始祝贺他；客户惊惶失措地询问他股价何时才能到底；《华尔街日报》、《巴伦周刊》、《商业周刊》纷纷采访他对产业的看法——入行不到一年的凯斯勒先是入选《机构投资人》杂志推出的全美研究分析师排名，成为在投资者和券商心目中最棒的分析师。这项排名被华尔街分析师视为“圣杯”，一旦入选，身价立即上涨。之后，猎头电话不断，摩根史丹利更是开出了高价聘请他。

1989年，新婚蜜月旅行返回纽约后不久，凯斯勒接到了全球顶级投资集团摩根史丹利研究部主任的电话。为了得到凯斯勒，摩根史丹利可谓下了“血本”。凯斯勒第一天参加公司晨间会议时才吃惊地得知，原来他的薪资水准相当于公司半导体股交易佣金收入的110%！而让其他同事更吃惊的是，凯斯勒既不是哈佛毕业，也没有MBA学历，学历只是“康乃尔大学学士”及“伊利诺大学硕士”，摩根史丹利以前可从未雇佣过这种背景的人！

跳槽后的安迪·凯斯勒，似乎并没有完全适应摩根史丹利的工作节拍。当时垃圾债券的炒作如火如荼，凯斯勒负责研究的半导体领域并不是市场关注的焦点。在垃圾债券的躁动中，他连续几个月推荐买进迈入景气周期的英特尔，公司里却无人理睬。然而没多久，垃圾债券突然崩盘。人们把目光转回到成长类科技股上来，凯斯勒的建议开始受到关注。1990年2月，在一次造访一家芯片批发商，获知2月份的订单比1月份增加了10%后，凯斯勒在第二天的晨间会议上一再强调：“景气复苏了！”经纪人奔走相告，当天，他建议的股票全部上涨10%～15%。《华尔街日报》记者打来电话，称他为英特尔和摩托罗拉的“斧头”(华尔街把那些做出评论后会对股票走势产生明显影响的权威分析师称为“斧头”)。

1990年夏天，凯斯勒预言的科技股的牛市到来了。他在全美研究分析师排名继续上升，达到第二名，他被晋升为摩根史丹利首席分析师。当然，这也意味着他从此很难得到一个不受干扰的休假。因为无论他和太太在哪里，只要英特尔或摩托罗拉的股价有点风吹草动，公司的电话就会打过来，紧急询问他的看法。

尽管如此，凯斯勒还是产生了“继续留在摩根史丹利也许是浪费时间”的想法。在他看来，华尔街正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在改变，由于投行业务取代经纪业务，成为券商收入的主要来源，负责为投资人提供建议的研究部门的地位也在下降。

1993年，凯斯勒正式告别摩根史丹利，开始从事个人投资。尽管对于这一切，外界有着不同版本的传言。但是后来的“大丰收”证明了离开摩根史丹利对他来说是个不错的选择。

1996~2001年，安迪·凯斯勒与弗雷德·基特勒共同创建并经营Velocity Capital Management来实践自己的财富理念。在五年的时间里，该基金保持着超过50%的平均盈利率，曾在1999年被评为当年盈利率第四高的对冲基金。2000年后，其盈利持续上升，基金规模也由最初的1000万美元达到了10亿美元。然而，在互联网泡沫破灭之前，安迪·凯斯勒又做出惊人之举，关闭基金，得以全身而退，被视为华尔街的奇迹。

2002年，纽约检察长斯皮策着手清理华尔街，凯斯勒曾经的同事，潘恩韦伯时期的格鲁曼、摩根史丹利时期的奎特隆以及玛丽·米克，全部落马。调查表明，为了给自己的客户公司带来好处，他们给出的股市建议与事实有出入。而凯斯勒，时间见证了他的成功。如今，他不仅以未受玷污的声誉自豪，并坚持独立思考，继续寻觅知识经济财富新路线，此外，还享受着自我隔离于冷酷的对冲基金世界外的财富与温情。



第一部分　筹集资金



对冲基金

我曾经遇到过一位好莱坞的导演，他把演员说成是“肉木偶”，只要他觉得合适，就可以任意操纵他们。我觉得对冲基金与世隔离的特点跟此相似。通用汽车公司生产汽车还是生产棒棒糖并不重要，只要这个公司满足了投资者的预期并且股票价格上涨就万事大吉了。

迈克尔·刘易斯在他的《说谎者的扑克牌》一书中写到了这一点，他谈到他的客户如何从切尔诺贝利核电站爆炸泄漏事故和日本的地震中赚钱。基本上，他说这些操纵对冲基金的家伙和你我不同。如果一条新闻说飓风袭击了某地，大多数人会为那些逃离家园的人感到难过，但是操纵对冲基金的人则会马上想到他要购买建筑公司和短期保险公司的股票。

迈耶·罗思柴尔德是欧洲罗思柴尔德家族的创始人，他以一句格言而闻名于世：“当大街上血流成河的时候，就买进。”当所有人都处于恐慌和混乱之中，纷纷逃离股市的时候，你就可以进入了。罗思柴尔德还以卖空市场著名，当时他比别人提前知道了拿破仑被打败的消息。

大多数的对冲基金都是没有感情的，它们要么站在交易的这一边，要么站在那一边。

变化是关键。保持不变或发展太慢的事物是不能投资的。如果经济增长3%，4%，那么债券收益就是5%。哦，呵。为什么烦恼？变化，变化，变化。很多的变化，随时都在变化。正因为此，对冲基金才得以繁荣，你才能从中挣钱。

但是对冲基金还不仅仅是变化。如果每个人都认为思科将上涨30%，并且公司的报告显示收益确实增长了30%，你就会听到整个华尔街在大声叹息。难道他们仅仅是和预期的数字一致？这样有什么意思？有成群的人汗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

流泱背地努力工作，就是为了要算计出这个公司的股票增长是不是会和预期数字一致，还是会超过预期?

我的问题是什么？就是我太懒了，不想做这些短期行为。

好吧，我并不是懒。只是再也不可能从这些短期交易中获得好处了。交易人拥有庞大的工作站，把交易放到纽约股票交易所或期货交易大厅进行，你还没来得及眨一下眼，就有上百万，有时是几十亿的资金交易完成了。在1991年1月，美国国务卿詹姆斯·贝克在瑞士的日内瓦会见了伊拉克外长塔里克·阿齐兹，为伊拉克占领科威特寻求和平的解决方式。贝克走出了会议室，说："很遗憾……"他还没有说完这句话，石油价格就上涨了30%，股市被抛售一空。我的行动无法如此迅速。高盛建立整个交易大厅就是为了做这件事的。我必须找到某些其他的方式来操纵对冲基金。我们能够考虑从长期投资中赚钱吗？这种想法在对冲基金的世界中可以说是异端，但我认为自己别无选择。

我听说在20世纪70年代，罗思柴尔德家族——是的，就是那个"大街上血流成河"的罗思柴尔德家族——在纽约的奥尔巴尼买了大量的房地产。他们的理论是在未来50年内的某个时候，在奥尔巴尼和纽约城之间将会建立高速轻轨铁路，使行程不超过一个小时。所以，那个家族中的某个人就带着一颗子弹等待着子弹头火车的出现。就连发明了交易的家族现在都在市场之前进行投资了。

一个家伙告诉我他只看工业生产量的二阶导数，他的确抓住了问题的关键。因为信息发布只在几毫秒之内，所以再也没有什么时间优势了。你必须走在新闻的前面。你必须看到变化的事物变化得多么迅速，而不是仅看到变化而已。你的微积分学老师也许会提醒你，一阶导数就是速度，二阶导数是加速度。

变化的过程中有许多障碍。有些是技术障碍，有些是由于愚蠢的政府管制。但是谁会在乎障碍来自于哪里呢——障碍就是障碍。只要你能找到一个障碍进行逆向投资，那么当这个障碍消失的时候，当变化加速度前进的时候，你就会赚钱。大多数操纵对冲基金的家伙在知道别人所不知道的事情的时候，便跑到另一端做交易，那就是他们的优势。当你考虑长期投资的时候，真正进行投资的就是你的优势，因为别人不可能知道。我认为如果其他人努力去想的话，也可能知道，但奇怪的是，没有人这么做。这不是电力或者交通、芯片、宽带和其他成本的降低，这很难计算出来。

这些概念很难理解。

这就是肮脏的二阶导数。这不是改变的数量，而是改变的频率。觉得迷惑？我也一样。所以物理学家才会这么少，所以人们在高中毕业后就不再研究科学了。这太难了，根本想象不出来。

在高速公路边上，你不能判断出哪些车在匀速前进，哪些在加速。但是在车里面，如果你加大油门，你就能感觉到座位给你的反作用力。这也许就是我学到的第一课：要想做得好，你就必须在车里面，而不是在边上看。

但实际上，二阶导数很简单。如果你能计算出什么东西越来越便宜，年复一年，你就能开始从现状中想象未来将要发生的变化。而且我认为你所做的就是必须让自己的想象离实际更近些。

这就是硅谷的魅力所在。魅力就是一个东西——变化。也许我能够找到很多的钱。我不仅仅是在飓风之后期待建筑业股票价值上浮30%；我会努力预测在一个壁垒消失后，会有500%~1000%的巨大价值上涨空间。

彼得·林奇是富达神话基金经理，他把这些股票价值浮动称为五垒打或十垒打。他支持这样一个观点，那就是普通投资者能自己找到十垒打："你喜欢在玩具反斗城购物吗？天哪，太好了，你应该买它的股票。"我希望事情就是这么简单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那么，那是什么？仍然存在壁垒吗？面对经济数据的汪洋大海、收益声明和大街上吵吵嚷嚷的声音，我怎么才能了解其中的含意？由于二阶导数很难定义，其他人不可能知道的是什么？我能否找到一个重要的统一理论来解释世界如何运转？如果可以，那么在其他人围绕短期改变进行交易的时候，我就能够坐在椅子里考虑大的举动了。

实现你的月盈利计划

"感谢各位的光临。"吉姆·托里说道，试图让那些不受约束的午餐食客们遵守秩序。吉姆经营着由多个基金组成的一家基金。这意味着他并不投资公司——他运作的基金把钱投入到其他的对冲基金中去。我不知道这两者中哪一种工作起来更困难一些。"我觉得把你们大家聚集在一起是个好主意。我们在你们每个人的基金中都有投资，所以我想我们坐下来交换各自的经验应该是很有意思的事。"

吉姆给了我们很大的帮助，他安排我们和杰克·纳什接触，并且投资我们的基金，还介绍我们给那些会倾听我们故事的人。

我环顾四周，发现简直不可能把这么一大群互不相识的陌生人聚集在一间屋子里。一个留小胡子的男人看上去像个大学教授，另外一个则太招摇，穿着过于华丽的阿玛尼套装。有一个家伙只要看看他就让我感到紧张——他不停地把头转来转去，一边向周围看，一边抽动着眼睛和嘴。然后就是弗雷德和我，弗雷德穿了一件很得体的亮色运动衫，而我则穿着品牌牛仔裤和套头衬衫。其他人都来自旧金山，努力要在蒙哥马利有价证券对冲基金会议上筹集到资金，所以穿着引人注目。我们的基金还没有显示在那个雷达屏幕上，所以就穿着平常的衣服来了。

"我们驻莫斯科的人应该在这里，但是他将带来一些，怎么说呢，一些贬值的问题。"

在过去的几年中，大量游资流入了俄罗斯，那里的市场突然开放，吸引了大量 27 岁左右的基金经理。但是那里的市场发展仍然不完善。

"乔，你先来吧。你有最稳定的数字。"吉姆·托里发出了邀请。

乔就是那个穿阿玛尼的人。"谢谢你，吉姆。我在第一波士顿那张可转换证券套利型对冲基金的办公桌上花费了差不多 10 年的光阴，大约 1 年前，我开始自立门户了。"

"你能具体解释一下吗？"吉姆问道。

"哦，当然了，我猜也许仍然有人不知道什么是可转换证券套利型对冲基金。"我就是其中一个。"公司发行债务。但是公司不仅仅发行债券，除此之外，还发行一些叫做可转换债券的东西，实际上，它一半是债券，一半是股票。公司付利息，比如 6%，但是如果这个股票涨势良好，也许上涨 30%~35%，那么这个金融工具就以事先规定的比率转变成了股票。这是公司发行债券的一种方式，但是因为公司给投资者一些红利，就像股票一样，所以公司就能支付较低的息票。"



第二部分 革命

像红砖一样下沉

我们学到的东西比我们想要知道的更多，包括数据存储仓库、数据市场和在线分析处理程序的知识，然后我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们说了声再见，匆忙地出门回车上去了。

“是啊，这很有意思，但是我想我还是不知道人们买这个产品的真正原因。所有这些都好像太明显了。”我说。

“你带电话了吗?”弗雷德问我。

“是的，当然，怎么了?”

“给所有人打电话，然后抛掉所有我们持有的红砖系统公司的股票。”

“真的吗?”

“这个东西就要爆炸了。”

我打了几个电话，我找到的第一个交易人就接了我们的货。

“我很高兴把这东西扔出去了，但是刚才你看到了什么?”

“第一个信号就是那位 CFO 关上了门。”

“我注意到你当时在发抖。”

“每次都是这样，CFO 关上了门，然后股票一落千丈。我不知道他是不想让别人听到公司的经营情况，还是他正在对我们撒谎，而且不想让他的同事知道他是个说谎的人。谁知道呢，但是 CFO 关上大门的信号几乎屡试不爽。”

“但是那个销售部的家伙也不怎么样，对吧?”

“是的，那个家伙让人讨厌。我的印象是他认为自己才是操纵公司的人。在 CEO、CFO 和销售部之间应该有个很好的平衡关系。CFO 的工作就是保证销售的真实性，销售合同的条款是合法的，而且顾客会成为回头客。”

“顾客仍然不得不付款。”

“是的，但全都是在合同条款的范围内和后续的销售中。这些软件公司必须不断地把产品卖给相同的客户。他们可以在季度报告中表现出色，然后在下一个季度，他们又会说‘我们没有能够招揽足够的新客户’，所以你手上的股票就变成了 5 美元一股。”

“但是 CFO 的工所就是要保证交易是真实的呀。”

“那两个人不断地互相对视，好像他们在做季度报告时达成了什么协议。”

“我以前曾看到过那种情况。但是那真的有什么意义吗?”

“也许没有。但是也许有。我并不是一定要从中找到什么。你没必要拥有所有的东西。这只股票已经在上涨了——到了 25 或 30 美元后又怎么样呢? 也许它还会继续上涨。那又如何? 我们会找到其他公司的。”

那天，我们以 26 美元一股的价格抛出了股票。当然，这只股票后来涨到了 40 美元。但是如果弗雷德不拆穿它，那就麻烦了。股票又保持了一个季度，接着开始逐渐下跌，直到那个季度的最后一个星期，当时他们宣称自己达不到销售目标，然后这只股票跌落到了 5 美元。我认为 IBM 在一年左右之后收购这个公司的价格不会比它多出多少。而且我永远看重 CFO 身后关着的门，这个信号很有价值!

瀑布

我总是对河流着迷，尤其是瀑布。我觉得最好的事就是找到一丛倾斜而下的水流的源头，目不转睛地看着它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自由落下，向下倾斜的时候不断加速，并且越来越快，越来越快。这条水流将奔涌而下，在底部的石头上撞裂成巨大的火焰般的残骸（湿的残骸）。然后我再把眼睛快速地转向水流的上边，在顶端再寻找另一条水流跟踪着看它下落，一次又一次，就像被施了催眠术一样；好像我自己也随着它向下奔流，感到了无比的喜悦。

瀑布预示着一条年轻河流的出现，活力十足，快速移动，克服自己道路上的所有障碍，直奔目的地。在从美国大峡谷到科罗拉多的木筏漂流旅行中，我步行四个小时上山去看世界上最短的河流，那就是迅雷之河。实际上，它并不是一条河流，仅仅是个巨大的水流阀门，水从悬崖一侧的一个巨大的洞里流出来，一股巨大的瀑布从地下水库中喷涌而出，也许是洛基山上几分钟前融化的雪水，它让长途跋涉的人从 43 度的高温中冷却下来。如果不是还要步行三小时回到木筏上去，我可以在那里呆上一整天——真是个新鲜的景观，我的头不停地上下摆动，追随着水流的自由下落曲线。

我为什么要告诉你这些矫揉造作的、回归自然的废话？因为那些水流吗？因为那就是我。那就是我投资这些正在下跌的股票时的感觉。仿佛你在自由落下，同时希望、乞求、祈祷着那些经济学家的弹性指数以及齐德先生的规模能够在你跌落到底部的石头上以前帮助你。下落，下落，就像阿尔弗雷德·希区柯克的《迷魂记》一样。你正在越来越快地下落——地球吸引力是二阶导数之类的东西。不要担心。如果你害怕自由下落，那么就买沃尔玛的股票吧。祝你好运。

至于我，我正追寻着瀑布的水流不断改变所带来的巨大压力强度，让它击碎所有的障碍，跨越道路上的所有绊脚石，随意任性地加速度奔流。我希望我能在水流撞击成一堆碎片以前开始投资。很讨厌，但那就是我选择做的事。

其他所有的事对我来说都是一条蜿蜒的河流。地质学基础课告诉我们，年轻的河流由瀑布形成，瀑布可以切割石头，就像一把炙热的刀子切割奶酪一样。古老的河流静静地流淌，如果遇到什么阻碍或能把它们弹回来的堤坝，它们就改变方向继续往前，因为它们没有力量在路上披荆斩棘了。

实际上，大多数奔流而下的瀑布都在身后留下了一条道路给缓慢流淌的河流。威尔金森和瓦特发起了一场廉价的纺织品工业革命，而且今天，纺织品行业也许是个价值万亿美元的行业。这个行业会上下摆动，受到很多因素的影响——棉花的成本，人工制作材料的发明，时尚，电脑制作的新样式。纺织品行业有利可图，但不是给我的。太没意思了。我会让其他人玩这个游戏，自己则追随后面的第二股瀑布。

问题是蜿蜒流淌的河流没有形成规模。它们就是很懒——老年人的河流。它们不像瀑布一样表现出持续不断的增长势头。如果你的投资是正确的，它们可以提供一个很好的上涨趋势，但是很快就会改变河流方向，蜿蜒流回到你开始的地方。

这场战争的一半就是要努力想出某些像瀑布一样活力充沛的东西。或许这仅仅是个错误的希望，不过是掩藏着狼皮下面的一条缓慢流动的河流。我也许胡乱拼凑了一些比喻。当技术到达了一个顶点，并在那里突破障碍和小瀑布的时候，你怎么才能知道呢？要等 18 个月还是 18 年？你所投资的公司是不是会在障碍排除之后仍然处在这个行业中呢？创造财富或者失去财富仅仅是因为时间的不同。

工业革命时期的障碍经过一段时间才显露出来。蒸汽发动机需要 25 年的时间才能降低服装的成本。蒸汽船、螺旋推进器以及涡轮发动机要在以后的 100 年里才出现。我是有耐心的，但是没有那么大的耐心。

我想，一个好消息就是这些瀑布都是互相关联的，几乎像多米诺骨牌一样一个击倒另一个。技术发明建立在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过去的成功之上——古老的“站在巨人的肩膀上”的格言，而投资是不确定的。你不可能让公司和时间都准确无误。但是如果你能够找到能形成规模的技术，又认为相关障碍会被一一攻破，那么你真正需要做的就是站到相同的位置上。当它开始起作用的时候，你就可以坐回椅子里，慢慢地数，你就会知道什么时候开始，并享受这场自由下落！音乐剧帕洛阿尔图，加利福尼亚——1997 年夏天“我不明白为什么买这只股票这么难?”我问道。

“你要买的是细价股，这些股票需要预约才能交易。”罗伯逊公司的交易员说道。

“但是你仅仅买到了 1500 股，而我需要 2 万股，也许 5 万股。我们能否把价格提升一些呢?”

“这没有用。你这样做只会把所有人都吓跑。他们看到股票价格上升，就会想到有个大买主，然后他们会停止抛售，等它涨得更高。你必须不动声色，暗地里抓挠这件事。”

“好吧，我们明天见面再谈，而且该死的，我们每天都会谈论这件事，直到得到一些股票为止。上帝呀。”我抱怨着说。

我们的对冲基金已经经营九个月了，而且已经募集了更多的资金。我们的投资有时候成功，有时候失败，但是我们继续在硅谷里寻找那些没有被发现的璞玉。我们曾经路过这家沉睡的小公司，伊兰科技半导体公司。几年前，汉鼎亚太创业投资公司让它变成了一家上市公司——这就是声名狼藉的魔鬼市场自身，红杉公司的唐·瓦伦丁当时是董事长。伊兰科技已经好几次没有完成他们的销售额了，并且公司虽然一度增长良好，但现在已成为失败的众多公司中的一员。伊兰科技半导体公司制作芯片来调节个人电脑的功率，这是个非常无趣的行业，但是让我们睁大眼睛的是一个芯片可以让电话线更加畅通，让电讯公司能够提供宽带网络服务。这些芯片早就开始销售了，但销量并不高。这个公司一个季度的销售业绩是 1000 万美元，而且如果你很仁慈，以每股 4 美元的价格集中购买这只股票的话，公司的价值就会达到 4000 万美元，或者差不多等于它的年销售额。这家公司就像这些芯片一样便宜，但是如果伊兰科技半导体公司不开始增长的话，它的价值就不会很大。

弗雷德和我曾几次去参观过这家公司。没有什么令人兴奋的东西，公司就挤在硅谷的凹陷处，那条街道上布满了难以形容的一层楼建筑和半空的停车场。旁边是 Spee Dee 汽车维修站（也许我可以让这些访问变得更有效率)。公司的 CEO 是个和蔼的老年人，叫大卫·奥布莱恩，后来我们发现他是唐·瓦伦丁的密友。他好像就是在公司里呆着，像个看小孩的保姆。



第三部分　寻找规模

博尔顿·瓦特公司首次公开上市

也许你拥有一家袜子工厂 10% 的股份，但是你需要为自己的奶牛牧场筹集资金。所以，一个股票市场就可以提供流动的资金，把公司的股份变成现金。因为有这种作用，股市还成为了一个巨大的为公司定价的非政府机构。这些股市用几近完美的方式把资本分配给公司。当股市认为一个公司有光明未来的时候，这个公司的股票价格就会上涨，所以它就不得不卖掉一小部分股份以获得相同数目的资金。结果，资本的成本降低了。另一方面，股市将让那些运转不灵的公司失去资本，以便阻止它们在穷途末路的糟糕操作中搞砸优良资金。

但是给工厂筹集资金与给好的想法和知识财产筹集资金大不相同。这种差异就像白天和黑夜一样互不相容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

建立工厂，买机器设备需要大量的资金。购买原材料并且为它们付款，然后才能从制成品销售中获得回报，这就需要大把大把的流动资本。储存货物，然后让货物按顺序排列，把原材料运进工厂，再把制成品运出工厂，这个过程又增加了巨大的成本。我只要想到 1820 年一个工厂主的物流噩梦就会头痛。如果再加上贵重货物的保险费的话，那么工厂最终是否能够挣到钱真是未定之数。但是他们确实挣到了钱，因为工厂的运作是在一个巨大的价格保护伞之下进行的：货物都是手工制品。这就是说，在当时，手工制品价格是极其昂贵的，以至于一个效率低下、喷着浓烟的工厂和慢慢吞吞、价格昂贵的四轮马车以及帆船运输便都能够削弱家庭手工业。

在 1775 年，还没有活跃的股票市场供企业施展拳脚，但是现在有了。不管是牛市还是熊市，华尔街总能让那些伟大的、有利可图的思想找到金钱。

所有新兴企业共同面临的最大问题是找到资本来帮助企业的发展，不管是制作蒸汽机还是静态存储器，铸铁厂还是半导体工厂，无一例外。而银行不会把钱借给它们不了解的企业。银行要研究一个企业过去的财务历史，以便预测未来的现金流状况和偿还债务的可能性。新企业？忘了它吧。当它发展成熟的时候再来吧。

嘿，这就是我进入的行当。资本的蓄水池正在寻找高额回报，所以它们就追踪那些被银行拒绝的公司。我需要动用我的 IPO 定位过滤系统找到正确的选择。股市不可能仅仅是一个魔鬼市场——它需要一个不公平的优势和一个经营模式来利用所有这些因素，否则，投资将不可避免地走向崩溃。

在这个故事中，除了蒸汽机和纺织工厂一定还有别的东西。那些英国人已经在这个行业经营 100 年了，其他别的什么东西正在发展。我的搭档弗雷德挥手召来的“别的什么东西”在哪里？

也许我会投资博尔顿·瓦特公司的 IPO，或许我会等待，直到他们的公司重振雄风，股票达到 3 美元，然后我就买上几百万股。但是一定存在一些更大的投资机会，有更多和蒸汽机有关的瀑布。它们在哪里？我有时间优势，我可以利用这进行试验，在想象中参与历史。如果我能找到它们的话，那场工业革命的情节就会更有意义，而且我也能在硅谷的投资上表现得更好。

过了一段时间以后，我发现了另外五个障碍在工业革命的进程中被排除了，每一次排除障碍，都会带来服装和其他产品成本的降低，从而增加了经济发展的规模。

瓦特并没有在冠军的桂冠上停滞不前。他的蒸汽机专利将在 1800 年过期，所以他继续搞发明创造。在 1782 年，他发明了双动式、无冷凝的发动机。它不像以前的机器一样，仅仅用一个真空来“拉下”活塞，双动式的发动机利用蒸汽推动活塞，往返双向。蒸汽不被冷凝，而是在帮助推动活塞之后就排出来。这个发明实现了人们长期梦想的“惠更斯发动机”，用动力推动活塞。

内河蒸汽船：1807 年，罗伯特·富尔顿在一台为数很少的允许运出英国的博尔顿·瓦特蒸汽机上建成了一艘 142 英尺长的蒸汽船，“克勒蒙特”号。这艘船很快就完成了从纽约到奥尔巴尼长达 150 英里的航行。蒸汽船尽管还在使用船桨，而且只能在河上或沿岸边航行，但是它减低了运输的成本。

能够投资吗？也许。这要看这台蒸汽机花了富尔顿多少钱，还要看他收取多少的使用费。我正使自己在博尔顿·瓦特公司中的位置双重化——尽管英国专利将要过期了。

蒸汽机车和铁路：在 1815 年，乔治·斯蒂芬森想把煤从开放的矿井中拖运出来。马太慢了，当时人们需要大量的煤才能让蒸汽发动机运转起来。于是，他建造了一个蒸汽带动的火车头，“布吕歇尔”号。它在轨道上运行，而不是利用镶嵌齿轮、小齿轮和长钉组装起来的。没人相信这个机器能在不用长钉的情况下把煤从下往上拖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

拉，但事实表明，摩擦力起作用了。

1821 年，议会授权铺设一条长 12 英里的轨道，它是为马拉货物准备的，轨道从达灵顿的煤矿区通到斯托克顿的河岸。爱德华·皮尔斯是这条从达灵顿到斯托克顿铁路的主要股东，他和乔治·斯蒂芬森会了面。斯蒂芬森让他忘掉那些马，说他研制的"布吕歇尔"号火车头可以完成 50 匹马的工作。很快，"布吕歇尔"号就在克林沃斯表现了它的工作实力，这促成了爱德华·皮尔斯的最终决定。

1826 年，政府授权修建一条长 36 英里的铁路线。这条铁路从利物浦到曼彻斯特，它的任务是从船上把原材料运到工厂去，再把制成品运回到船上。政府要求斯蒂芬森和他的儿子参与竞争这条铁路的设计和建造权。他们胜利了，到 1835 年，他们不仅仅运送原材料，还有 50 万名乘客。

人们对于铁路、乘客和工业品的需求呈爆炸式增长。你修建一条 20 英里长、价值 65 万美元的铁路，每年收同等价值的路费，因为铁路比马要便宜得多。合股公司在当时非常流行，股票市场太高兴了，它们不断地提供资本，介入铁路的修建。然后又是更多的资本，再往后就是资本过剩。

到了 1840 年，一场轰轰烈烈的铁路热正在如火如荼地上演，股票的卖出价格以乘客公里数的数量计算，这是 150 年后雅虎股票用网页浏览量来衡量的先驱。一位叫做查尔斯·巴比奇的发明家抱怨说："铁路的狂热让大多数的知识分子和技术熟练的制图人放弃了其他所有的追求。"他要发明一种机器来代替火车，这使以后雅虎的出现成为了可能。查尔斯·狄更斯曾惊讶于铁路所带来的巨大财富。投资者挣了钱，投资者赔了钱，但是无论是在铁路最好的时候还是最坏的时候，都有人和货物随着铁路线穿梭不停，而且运输成本越来越便宜。那场工业革命就是跟着铁路的发展步伐开始的。

内战之后，铁路热袭击了美国。它让美国纽约股票交易市场有了政府债券之外的交易产品。铁路使得股市建立了资本池，而正是这些资本资助了美国在下一个世纪里的创新发明。

我在这里就是想要卖空马匹股票。看上去，铁路很有趣，尤其是从两个目的地之间的铁路使用权需要由政府批准起，就变得更加有趣了。每年能从中获得 65 万美元的收入——毫无疑问里面有狂热成分。可以肯定，当火车票价和运送货物的价格开始下降的时候，铁路泡沫也就开始破裂了。

远洋蒸汽船和推进器：下一个需要超越的运输障碍就是用蒸汽作为动力跨越大西洋。只有一个问题需要解决——让船带上足够的煤以保持蒸汽机在整个漫长的旅程中不断运行。有个人自称是这方面的专家，他是个牧师，叫戴奥尼夏·拉德纳。他在 1837 年宣布蒸汽船携带煤进行航行的话，从理论上来讲，最长的行程可以达到 2500 英里。也许他仅仅计算出了这个数字而已。

有个叫朱尼厄斯·史密斯的美国人认为他比那个伟大的牧师更精通数学。一艘船的容积决定了它可以携带多少燃料，而容积随着船身的加长而变大。但是所需燃料的数量和船底部的平面面积成正比，因为船底部在水中移动而船身并不在水中。船底平面区域的增长是船身长度的平方数。如果你能够建造一艘足够长的船，你就可以到达任何想去的地方了。

一位叫布鲁内尔的英国工程师也发现加快转速可以吹走热气，并且开始建造一艘长 236 英尺的蒸汽船，命名为"大西方"号。与此同时，史密斯还翻新了一艘海运船，叫"天狼星"号，从英国出发航行到美国纽约。三天以后，布鲁内尔跟了上来，一场比赛开始了。

最终，史密斯仅以八小时的领先优势战胜了布鲁内尔。蒸汽机可以允许建造更大的船只，也缩短了跨越大西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

洋的时间，减少了不安全性，所以，运输货物穿越大西洋的成本降低了。

令人惊讶的是，不论是“大西方”还是“天狼星”号，都是明轮船。下一个发明就是推进器了。蒸汽机能够直接推动一个轴承，推进器就附着在这个轴承上。一台轮船推进器比一个明轮更有效，因为当轮船行驶的时候，水是向船的后方翻滚的，滑水留下的水痕可以帮助转动螺旋桨，所以推进器能用较少的能量维持船身的运动。1839 年，“阿基米德”号出现了，它是一艘带有一台推进器的海洋轮船，船速是每小时 10 海里，而使用的燃料却是明轮船的一半。

很难把这个行业说成是可以投资的。这是个汪洋大海，而且没有任何障碍阻止其他人建造一艘船跟在你的船后面跑。史密斯和布鲁内尔在他们的第一次航行中就证明了这一点。另一方面，也许为这些公司提供零部件将会成为一个巨大的行业。从长远来看，我看好推进器的发展：每一艘轮船都需要一台推进器，而且在未来 50 年内，在型号、效率和质量方面都会不断地创新，所以这是值得投资的。

苏伊士运河：下一个需要克服的障碍就是到达印度和远东地区。经过了 10 年的建造，苏伊士运河终于在 1869 年正式开通了。运输成本再一次降低了三倍或更多，而且同样重要的是，距离和时间成了起决定性作用的因素。从马来亚到英国运送锡需要三个月，这相当于从智利运送铜到英国的时间。这使得初级产品交易市场，比如伦敦金属交易市场，创立了一种三个月的远期期货合同。建立三个月的远期合同使得买方和船主都可以对冲他们的生意，降低了风险成本。

这条运河本身也许就是一个骗人的赌博——没有创新，充满了不稳定的政治因素——但是它也许给船运公司和生产商带来了两倍甚至三倍的价值。他们通过降低时间和运输成本实现了规模效益。

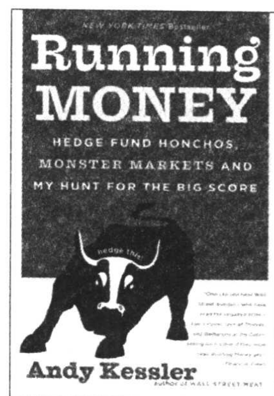
涡轮：1884 年，查尔斯·帕森斯的涡轮发动机赶上了英国由蒸汽引发的工业革命的最后一脚射门。蒸汽动力的高效率让巨大的巡航定期客轮成为可能，比如“毛里塔尼”号、“鲁西塔尼亚”号，当然还有“泰坦尼克”号。在 1906 年，“无畏”号战舰在英国朴茨茅斯海军造船厂缓缓地滑下了船台,它长达 526 英尺，有四个帕森斯蒸汽涡轮。它们提供的动力是 2.5 万马力，这比瓦特的四马力设计装置前进了一大步。

我完全赞成投资涡轮——也许它还可以用来进行人工操纵的飞行呢。好吧，我作弊了，但是涡轮仍然证明了你可以投资一个超过 100 年的循环周期，只要这个周期的基本原理仍然适用就可以了。

我认为这件事告诉我一个道理，那就是永远都不算太晚——只要某些新的发明能够节省成本并且帮助市场规模化发展。幸运的是，并不是所有人都像红砖系统公司和 Versant 公司一样是小人。熬过了第一年之后，我们的事业开始有了一些进展，虽然很缓慢，但还是在向好的方向发展。我们还没有筹集到很多资金，但是我们的投资正开始盈利。虽然没有本垒打，但有很多的一垒。

当时，我们正在四处寻找能够拥有股票的公司。有无数公司在那里供我们挑选，这既是好事，又是坏事。当时的情况迫使我们不得不找到那些被投资者低估的公司。有时候，它们是私人所有的——我们把钱投入了一家叫做进步网络的公司。

有时候，我们找到一些公司已经开始显出增长势头的公众股票，但是我们预计大规模机构将会介入，而且它们的增长率将会逐步提高。如果真是这样的话，这个公司和这只股票都会飙升得更高。



《操纵金钱》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们买了一大堆 Network Appliance 公司的股票，这个公司是以网络附加存储系统而闻名的。那些建立网站的公司将会成打成打地买这些产品，放在他们的服务器旁。在以前的一次投资中，弗雷德认识了这家公司的CEO，并且魔鬼市场先生唐·瓦伦丁也在该公司的董事会里任职。我们在 20 美元的高点买进该公司的股票，它好像每天都在上涨，不久以后就冲到了 50 美元。

我们还拥有一些 SDL 的股票，它们做小的激光器，研究光纤的人也许用得上。它的价格上下摇摆，但总的来说还是上升了。卓然公司也是如此，他们销售 DVD 机里面的芯片。

另外一个有用的公司名字就是品尼高系统公司。他们制作视频编辑系统，而且所有的广播公司都买他们的产品。我们预计，当这些产品足够便宜的时候，人们就可以开始编辑他们以前只能用于记录的便携式录像带了，这些录像带在家里的柜子里长久不用，落满了灰尘。我们花了大概 12 美元买这个公司的股票，后来，这只股票上涨到 30 美元。

点石成金？远远不是这样。但是这些有用的公司名字弥补了很多我们下错的赌注，我们本来以为这些都是大路货的名字——Larscon，Macromedia，Verity——我们曾对这些名字非常沮丧。

终于有效了

NetApp 和 Pinnacle 公司都成功了，但是他们不属于我们想要的股票。这些“大路货”是很危险的，因为如果这些公司一个季度表现不好，股票就会很快被人们排除掉，退回原来的水平——毕竟，华尔街喜欢古怪的、成堆的东西。

弗雷德和我特别喜欢螺旋式上升的公司——小路货——或者说是有潜力的公司，我们喜欢给他们打电话。技术很好、管理优秀，但是产品传送或其他一些因素导致这个公司没人理睬，而且所有的投资者都把它抛出去。再也没有人有耐心了。而我们则坐在那里，带着接球手的棒球手套等待接球。

我们发现一个很酷的压缩软件公司叫做 Stac。他们曾经在一次法律纠纷中战胜了微软公司，但是每个季度报告都不尽如人意，并且流失了大部分资金。引起我们注意的是在这个公司内部有一个叫做 Hifn 的小型芯片公司，它制作硬件压缩系统，看上去它的价值超过了整个公司。也许它应该从这个公司中分离出来。股票每天上涨 1/8 或1/4 美元。

我们购买股票的公司中，最奇怪的名字就是 General Magic。这个公司是 1995 年最大的 IPO 骗子。高盛公司让它公开上市，许诺有适用于计算机和电话设备的自主执行系统，可以从网络上搜索你想要的信息——是的，太好了。他们赚了 9000 万美元，也许其中有 6000 万留了下来。公司的创始人早就跑了，某位 Novell 公司的新人来到这里扭转局面。他没有说太多的话，但是我们吵着要召开一次会议。在会上，我们得到了他的初步计划，这个计划就是使用语音识别系统为顾客提供服务，能实时发现信息。我们谨慎地认为这个计划似乎有些意思，但前提是他们能够让这个服务系统运行起来。

当时这个公司每股股票是 2.5 美元现金，而我们买进了 100 万股，每股价格不超过 1 美元。也许公司用三到四个月的时间就能让所有的股票通过高盛公司流通。我想我们正在买进 Marc Porat 的股票，他是公司的创始人之一。当其他的投资者开始听说有关 General Magic 公司的新服务项目的时候，它的股票已经开始以 2 美元的价格交易了，但仍然比银行中的现金少。

在最初的一年里，我们仅仅积攒了 2000 万美元的资本——真没用啊。但是感谢 NetApp、Pinnacle 和 General

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Magic 公司，我们把这些资本变成了 2500 万美元，盈利 25%。也许这项投资真的能让我们公司脱离地面，开始飞升了。

工业革命已死

“然后苏伊士运河的开通和涡轮大发明让运输成本降得更低了，而且……”还不到早上 7 点，我正在给齐德先生打电话。我想，我已经让这个做工业股票的人明白了。

“非常好。现在忘掉所有的这些东西吧。”齐德先生告诉我说。

“忘掉它？我刚刚才领悟到其中的道理。”我说。

“我想你领悟到的是它是什么，而不是它将要成为什么。你觉得是这样吗？”

“我想……”

“不要再想了，你会不会投资船运或者是铁路呢？”

“不会，但是……”

“那么电器产品呢？纺织品制造企业？汽车公司呢？”

“不，我不会投资的。”

“工业革命已经死了。”

“但是它留给我们很多经验教训。”

“当然，你并没有浪费时间。但是不要像工业家一样思考问题。硅谷不是工业，根据我的判断，它是一个巨大的设计商店。”

“确实如此。”我说。

“所以，好好想想这个。你第一年的业绩非常好。”

“谢谢，但是——”

“但是只有 25%？那什么都不是。硅谷怎么能生长出如此之多的财富而自己却什么产品都不生产？我们能投资在这种模式上吗？告诉我——我自己不能肯定。”

给我们的基金带来利润的所有企业都不生产任何产品——它们仅仅设计，让别人去生产。NetApp 公司的光驱成品是在新加坡生产的，它自己仅仅做了软件的包装——而这为公司赚了一大笔钱。齐德先生是对的。我需要回到起点，重新做我的功课，像研究工业革命一样研究整个的技术发展历史。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《我如何在股市赚了200万》

【美国】尼古拉斯·达瓦斯（1920~1977）

现在我明白了这个道理，但当时我并不明白，我买的股票为什么总是跌，我想可能是运气不太好。现在回想起当时的情况，我明白了，当时采取这种方法投资注定会赔光。

当时我每投资100美元，基本上很快就会赔二三十美元。但是确实也有那么几只股票涨了，这时我会感到十分高兴。

后来即使我必须返回纽约，我也仍然通过电话，向多伦多的经纪人下达买卖指令。

我之所以会这样，是因为我当时都不知道，通过纽约的经纪人也能买卖在加拿大股票交易所挂牌交易的股票。多伦多的经纪人会打电话告诉我买卖建议，我一般都会买入经纪人或加拿大财经咨询服务公司推荐的股票。就像所有漫无目标的小散户一样，我总是把赔钱归因于运气太差。我知道——我确信——总有一天我会赶上好运气。我从来没想到自己有什么错，从某种意义上说，如果我真能意识到自己错了的话，事情可能还会好一点。只有一次我买进后很快赚了钱，但那纯属偶然。

——引自《我如何在股市赚了200万》



1952年，美国一个名叫尼古拉斯·达瓦斯的舞蹈家用跳舞挣来的3000美元购买了一只股票，初次涉足股市市场的他，没有想到后来自己在股票市场上会赚得200万美元。当达瓦斯在股市获得巨额利润的消息和方法被泄露出来以后，《时代》杂志对他做了特别报道。随后一位出版商要尼古拉斯·达瓦斯写一本书来记叙自己的经历，他欣然应允，向世人公开了自己的操作秘诀，这就是让华尔街为之震惊、让股民为之兴奋的《我如何在股市赚了200万》。

1960年，尼古拉斯·达瓦斯出版了《我如何在股市赚了200万》一书。该书的影响非常大，以至于美国股票交易所改变了它的运营规则。华尔街最大的投资银行和经纪公司邀请尼古拉斯·达瓦斯协助组建了达瓦斯互助基金。就像舞者在凌空跳跃之前，必先弯曲双腿准备弹跳，这种情形也一样会发生在股票上。《我如何在股市赚了200万》是一本很特别的书，书中讲述了股票历史上一个最不同寻常的成功的投资故事。达瓦斯并不是依靠内部消息买卖股票的职业投资人，他只是一名舞蹈演员，但他却凭借自己独一无二的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资方法在股市赚取了数百万美元。而且无论市场涨跌，他的投资方法始终有效，这一点不同于其他此类方法。因此，本书出版后立即得到读者的响应，在短短8周的时间里就销售了近20万册。估计约有100万名读者看过这本书，并从中受益。





作为一名舞蹈演员，没有金融常识的尼古拉斯·达瓦斯通过炒股成为了百万富翁，所以华尔街普通股民们对他推崇备至。在《我如何在股市赚了200万》一书中，他向读者介绍了自己的炒股经验。

1952年，达瓦斯在为一个商人提供了舞蹈服务后，该商人以与舞蹈服务币值相等的股票作为报酬支付给了作者，而达瓦斯一直不关心的这部分股票几个月后市值几乎翻了一倍，从此他迷上了股票，由于他有机会接触上流社会的人，所以他热衷于打听内幕消息，而这些内幕消息给他带来的不是财富而是源源不断的亏损！随后他开始定与股票相关的杂志、报纸，看媒体推荐的股并跟进买入和卖出，这期间他甚至抵押了房产，辞去了工作，在华尔街租了一个工作间专职炒股，其结果是累累的亏损乃至差点破产！受此打击，达瓦斯重操旧业，不过还是没有放弃股票，他在全球飞来飞去以跳舞为生的同时，通过传真与经纪人保持联系，不看与股票相关的任何资料，通过传真来的K线图分析自己看中的股票，彻底把自己与股市环境（人群、媒体评论、各种消息与传言等）隔离开，结果感觉越来越敏锐并获得了巨大的成功！因此，达瓦斯认为，他犯过的最大错误是为了更接近市场，他把家搬到了距离交易所仅800米的地方，接近华尔街的结果是“他远离了自己单独交易的方式，心烦意乱到听取他人意见的程度”，当然巨额亏损让他发现了错误，于是他去了巴黎，这下子离华尔街够远了，从此他走上了投资的辉煌之路。

达瓦斯所赚的财富并非来自“幸运”，而是不断从错误中学习，最后终于发展出自己的原理。达瓦斯在该书的前几章谈到自己作为一个什么也不知道的散户，在股市里面横冲直撞。之后，他不断地从自己的操作中学习，每一次操作之后，错了找原因（以后不再犯），盈利了也找原因（并如法炮制），分析失败与成功，吸取教训，总结经验，再指导以后的操作；还有与市场保持隔离，甚至一点也不听市场的任何大小消息，以免影响自己的判断，只要自己关注的股票的价格、成交量，市场指数和市场里其他股票的价格、成交量，在对某个股票发生兴趣后，了解它的基本面，然后决定是否买入，等等。

达瓦斯是赫赫有名的股票箱理论的发明者，在《我如何在股市赚了200万》一书中他对股票箱理论的构思、成熟过程做了完整的描述。达瓦斯认为股价一般是在一定的范围内波动，这样就形成一个股价运行的箱体。当股价滑落到箱体的底部时会受到买盘的支撑，当股价上升到箱体的顶部时会受到卖盘的压力。一旦股价有效突破原箱体的顶部或底部，股价就会进入一个新的股票箱里运行，原股票箱的顶部或底部将成为重要的支撑位和压力位。因此，只要股价上扬并冲到了心里所想象的另外一个箱子，就应买进；反之，则应卖出。股票箱理论的优势在于不仅仅是以一天或几天的K线数据为研究对象，而是以整个股票箱的所有K线数据作为研究对象，因而决策的信息量更大。达瓦斯的具体做法是：当股票从下一个箱体进入到上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个箱体后，买入，然后一路持股；直到股票从上一个箱体向下一个箱体运动时，获利了结；买入后当行情下破箱体的下限时就止损，即逢低即抛原则。在实战中不问原因，不讲理由，不听股评，不作预测，绝对无知，远离市场，不与他人讨论行情，严格执行交易原则（公式化交易）。

股票箱理论是目前投资者使用的最多的技术分析理论之一。虽然达瓦斯在《我如何在股市赚了200万》一书中自称自己的方法很适合自己，但不一定会对每个人都适用。然而，通过研究他的做法，也许会对一些投资者有所帮助，为他们带来利润。



一本有趣的书



《我如何在股市赚了200万》是一本有趣的书。虽说作者一再强调自己用的是技术分析与基本面分析相结合的方法，但书中既没有堆砌大量的专业术语也没有罗列许多技术指标，既没有复杂难懂最终也没有定论的基本面分析，也没有变幻莫测叫人难以把握的技术分析。作者只是以散户的身份，讲述了一名普通投资者跌宕起伏的炒股经历。作者所取得的成功或许我们可望而不可即，毕竟那是在20世纪50年代的美国资本市场，正值美国经济蓬勃发展之际，也是后来称为新技术革命基石的电子信息技术迅速发展的初期，但作者一些独特的投资技巧和投资理念仍值得我们广大投资者学习借鉴。

作者的投资理念可以大致概括为：不听消息、不听谣言、只买成长性行业中的强势股。选股是每一个投资者遇到的首要问题，对于这个问题，不同的人有不同的答案，对应的也就是不同的操作手法和投资收益。作者像大多数普通投资者一样，经历过听消息、用纯粹的技术指标选股等阶段，但效果都不理想。经过反复摸索，作者领悟到靠消息炒股就好比是赌博，纯粹靠技术分析炒股赚少赔多，只有选择成长性行业中的强势股中线持有才能少赔多赚。

投资理念解决的是选股的大方向，具体到究竟买哪只股票以及买卖时机的确定还需要一些技巧，作者经过反复实践，总结出了一套行之有效的办法，可以大致概括为：感性选股、理性操作、突破买入、止损



尼古拉斯·达瓦斯语录

他是伟大的交易者之一，其投资理念可概括为：不听消息和谣言，只选成长行业中的强势股；感性选股，理性操作，突破买入，止损保护。

1. 舞蹈演员在腾空跳起前，都要先下蹲以便获得腾空的冲力，我发现股票也是一样。
2. 股市里没有确定的事，有一半的时间我的判断都是错的。
3. 我的利润必须比损失多。既然我没办法让自己每一次都摆脱恐慌，那么更好的办法是采用另一种方法，那就是持有一只正在上涨的股票，但同时止损卖出单的止损价和股价一同上提。
4. 要买对股票，要在正确的时间买入，尽量减小损失，尽量扩大利润。我采取的工具如下：价格与成交量；箱体理论；自动买单；止损卖单。
5. 我一边穿梭在世界各地，一边不断寻找那些因为未来预期良好而将会快速上涨的股票。我这样做是为交易做准备，别人可能会把这种交易看做是高价股交易。我寻找那些能再创新高的股票，当它们进入即将飙升的整理期时，我会全力关注其价格走势。现在这些股票看上去比以前更贵，因此对那些没有经验的投资者来说，它们看上去价格太高了。但是我打算高价买入然后更高价卖出。
6. 稳步上涨的价格再加上成交量放大表明这只股票很有价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

保护。作者认为对于处于信息劣势的普通投资者来说无法预知未来，也没有必要浪费时间去预测未来，我们不知道股票的顶和底在何处。

在此前提下，只有通过仔细观察股票的走势才能对股票有感觉，因此是感性选股。很多投资大师都说投资是一门艺术，其根源在于市场参与者众多，并非所有的人都是理性的，而股价的高低点正是这些理性与非理性的投资者买、卖出来的，因此需要感觉。

一说到艺术和感觉，大家可能就会觉得很神圣，不可捉摸。其实感觉是可以培养的，这种培养是通过对一只股票的长期观察来实现的。作者是一位顶级舞蹈艺术家，或许在培养感觉方面有优势。但即便感觉错了也没有关系，可以先试探性买入，然后存优汰劣，这样总能保证少赔多赚。有了信心有了方法，自然就可以理性操作，坐享胜利果实了。衷心希望《我如何在股市赚了 200 万》这本没有任何门槛的经典投资之作能给您带来投资新思路！（符彩霞）



股票箱的应用

股票箱原名为箱型理论，是美国一位对股票外行的芭蕾舞者尼古拉斯·达瓦斯所发明的。他在《我如何在股市赚了 200 万》一书中第一次提出这个理论。达瓦斯认为，股价在上涨或是下跌过程中，经常都是在某一个箱子的范围内上下移动；当股价往上穿过箱子的顶部后，就上升到另一个较高层的箱子里波动；而一旦股价在某一个箱子的底部站不住脚时，它就会下跌到另外一个较低层的箱子里波动了。

达瓦斯的“股票箱”是一个非常简单的研判股价趋势的方法，只要我们细心地寻找到指数或个股的箱顶或箱底的位置，那么股价波动走势就会一目了然。其买卖原则主要是：（1）股价在某一个箱子（也许是第一个箱子）里波动时，由于行情要往上涨还是往下跌的趋势不明朗，因此暂时采取观望态度。（2）股价上涨到第二个箱子时，它的低点（箱底）并不比第一个箱子的高点（箱顶）低，此时代表着股价有可能不会跌回第一个箱子里，按道理这应是很好的买入点，但达瓦斯却认为第一个箱子是多空决战的关键位置，因此仍宜观望。待股价突破第二个箱子向第三个箱子迈进时，才是理想的买入时机。（3）买进股票后需要立即订立“止亏止盈位”，该位置可以是股价跌破昨日收盘价的 5%处，也可以定在跌破任何一个股票箱的箱底位置。

有些股民炒股票几年甚至十几年都没有搞清一个问题，那就是“股票价格上升的原因是什么”。尼古拉斯·达瓦斯认为：“不管股票价格走势背后的原因有多少，我只看其中一种原因，即不断提高的盈利能力或预期将会不断提高的盈利能力。”

股票“箱型理论”是短线操作法宝，理论依据在于不买便宜的股票，只买会涨的股票（要站在股票箱之上）。达瓦斯将某一阶段的涨跌视为股票箱，当股价在第一个股票箱内起起伏伏时，他只作冷静分析，而不采取行动。一直等到股价确实上升到第二个股票箱，甚至第三个股票箱时，才进场买进。在买进股票之后，只要股价不回跌至前一股票箱顶之下，就不卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有人问达瓦斯为何不趁股价高涨时脱手卖出，达瓦斯曾巧喻："一部票房叫座的电影，为何他要提早下片呢?"在《我如何在股市赚了200万》一书中，尼古拉斯·达瓦斯不下十次写下了这句话："没有理由卖掉一只正在上涨的股票。"尼古拉斯·达瓦斯似乎是说，只要一只股票还在上涨，都不要卖掉它。

即使这只股票已经涨得很高很高。尼古拉斯·达瓦斯以通俗的语言传递了一个信息：不要试图去预测一只股票的顶部。

当然，这不是说尼古拉斯·达瓦斯就不卖股票。在尼古拉斯·达瓦斯看来，一只股票，即使是一只正在上涨的股票，某一天转头向下，达到了止损价位，就应该毫不犹豫地卖掉。达瓦斯认为当股价碰触到止损点时，要毫不犹豫立刻卖出。当股价即将由上一个股票箱，下降到下一个股票箱时，上一个股票箱的底部，就是止损点。达瓦斯的止损点是为获利而设的，他的止损点，等于是获利了结。每一个股票箱都有其头部与底部，头部就是箱形的压力，而底部就是它的支撑。（佚　名）



股票箱原理的发明人



尼古拉斯·达瓦斯1920年出生在匈牙利，曾在布达佩斯大学攻读经济学，第二次世界大战期间来到了土耳其。1951年他来到美国，成为"达瓦斯与朱莉娅"国际职业舞蹈团的一员。1952年11月，他因为获赠股票而获得收益，并由此与股市结缘。

1952年的11月，尼古拉斯·达瓦斯正在纽约曼哈顿的"拉丁区"演出时，他的经纪人给他打电话，告知已经替他和他的舞伴朱莉娅接下了一份去多伦多夜总会演出的差事。这家夜总会归阿尔·史密斯和哈里·史密斯所有，他俩是一对双胞胎兄弟，很喜欢尼古拉斯·达瓦斯的表演。而对于这次表演的报酬，史密斯兄弟俩提出要付给股票而不是现金。由于用股票付酬这在达瓦斯的演出生涯中还是头一回，达瓦斯极为好奇，之后他才了解到史密斯兄弟准备付给他6000股布里伦德公司的股票。这是一家加拿大矿业公司，史密斯兄弟拥有这家公司的股权，当时这家公司的股价是每股50美分。

当时的达瓦斯只知道股价有涨有落，这是他所知道的有关股票的全部知识，因此他向史密斯兄弟提出了接受股票的条件，即：如果布里伦德公司的股价在6个月内跌破50美分每股，由他俩向自己补付差价。史密斯兄弟同意了这一条件。但后来达瓦斯因故没能去多伦多演出。因为不忍心让史密斯兄弟失望，所以达瓦斯主动提出，用一张3000美元的支票要从他们手中购买6000股布里伦德公司的股票。两个月后的一天，达瓦斯无意间在报纸上瞄了一眼这只股票的股价，惊奇地发现原来以每股50美分买入的布里伦德公司的股票现在已涨到了每股1.90美元。达瓦斯立马卖掉了所有布里伦德公司的股票，并从这次交易中获利8000美元。

这次获利，让达瓦斯觉得十分不可思议，于是决定入市。达瓦斯最初进入股市时，并没有什么章法。由于他对股市一无所知，不知道应该如何选股。他认为要买股票必须获得信息，那么他面临的主要问题是：怎样获得有关股票的信息？他认为普通投资者实际上不可能获得此类信息，但是，他多方打听就能打听到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大秘密，而且还能跟那些知道消息的人混熟。当时常挂在他嘴边的一句话就是："你知道哪只股票好吗？"他热切地聆听他们所说的消息而且虔诚地遵照执行，不管他们让买什么他都买。在他曾经买过的股票中，有些连公司的名字都叫不出来，至于公司是做什么的，在什么地方更是一无所知，他之所以买这只股票完全是听别人说它好。后来，达瓦斯才发现，像他这样靠打听消息炒股永远也赚不到钱。而参考报纸杂志以及专业书籍中的有关专家的意见，交易结果仍是亏损。接下来的6年中，他在股市遇到了更多、更严重的困境，但是他从来没有退市，而是不断进行新的尝试。一次偶然的机会，他发现了一只股票上升，在对这只股票一无所知的情况下，他试着跟着买了些股票，结果出人意料地赚钱了。难道这就是炒股的秘诀吗？他抱着试探的心理又买了一些类似的股票，结果屡战屡胜。炒股原来这么简单！看到一只股票上涨，跟着买就行了，其他一切都不必知道。可是为什么会这样呢？达瓦斯经过一番思考后得出结论：一只股票的上升，必定有人花很多钱买进才会促使股价上升的，是哪些人买进的呢？当然是对股票看好的人和最先知道企业内幕的人。同时他认为，一轮长期趋势的产生是经过日积月累形成的，经过一个长期的蓄势过程之后，趋势一旦发动，决不会轻易转向，必将持续前进。怎么来分析呢？他发现，当一只股票从下一个箱体向上一个箱体运动时，说明发动了一轮长期趋势行情，这时跟进买入，定能成功。为此他把这一发现取名为"股票箱理论"，并以此为出发点建立了一套分析入市、平仓，以及斩仓的交易系统，确立了操盘交易原则，且在实战中一贯严格地执行。到1959年5月，他在进入股票市场六年半的时间里，赚取利润超过了200万美元。

达瓦斯在股市的成功吸引了世人的注意，他成为了著名的《时代》杂志商业栏目的专题人物。之后，他在《我如何在股市中赚到200万美元》一书中写出了自己的故事，该书出版后在8星期内就售出20万本。而他撰写的另一本书《华尔街：另一个拉斯维加斯》获得了读者的好评，却遭到了财经报刊的封杀，因为这本书揭露了经纪人和情报贩子的内幕。如今，达瓦斯的亲身经历已鼓舞了无数散户，而他的股票箱理论已成为诸多投资者使用的技术分析理论之一。



第4章　发展箱体理论



1956年5月，我注意到一只名为匹兹堡冶炼公司的股票，当时报价是67美元。这是一只股价剧烈波动的股票，我认为它还会迅速上涨。当我看到它上涨后，就买了200股，总成本是13483.40美元。

我如此确信自己的判断，以至于抛弃了所有谨慎的想法，当公司股价——朝我预期的相反方向——开始走弱时，我认为这只是一轮小调整。我确信，稍做调整后，公司股价会启动新一轮更为猛烈的快速上攻。后来公司股价确实波动猛烈，但却不是向上而是向下。10天后，公司股价跌到了57.75美元，无奈之下我将其全部抛出，损失2023.32美元。

事情显然不对头。一切迹象都清楚地表明，这只股票是当时市场上最强势的股票，但是我刚买进它就开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

跌。更令人不解的是，我刚卖出它就开始涨。

为了搞清楚个中缘由，我仔细看了看这只股票以前的走势，结果发现我是在这只股票连续上涨了 18%以后买的，也就是说买在了一个短期高点。这个涨幅是当时公司股价能够达到的上限。我正是在这个点位买进的，所以随后股价就开始下跌。显然我选的股票并没有错，错误的是我买股的时间。

事后回过头来可以看得很清楚，公司股价为什么会这么走，但问题是：当时怎么判断正在进行的股价走势呢?

这个问题简单而又直白，但从其严重性来说却是个复杂的问题。我已经知道书本上没有这个问题的答案，资产负债表无济于事，各种消息真假难辨。

我决定广泛研究个股的股价走势，并自认为是抓住了一根救命稻草。个股股价是怎么走的呢? 它们的股价走势有哪些特征呢? 它们的股价变动是否存在特定模式呢?

我翻看各种书籍，分析股市行情，观察数百张个股走势图。当我深入研究这些个股走势时，我开始了解以前从不知道的有关股价走势的一些知识。我开始认识到，股价走势并不是完全杂乱无章的。股票并不是像气球一样没有方向地乱飞。就像受到地球的吸引力一样，股价总是有一个明确的上涨或下跌的趋势，这个趋势一旦确立就会持续。股价总是沿着这一趋势展开一系列波动，或者我将其称为“箱体”。

股价会在高低点之间不断波动。围绕这一涨跌波动区间画出的区域就代表一个箱体。这些箱体在我看来逐渐清晰。

我的箱体理论就是由此引申出来的，它将引领我通往财富之路。

我是按下面的办法来运用这一理论的：当我感兴趣的某只股票的股价波动箱体，像金字塔一样层层叠加，且当时股价正处在最上面的一个箱体里时，我开始关注这只股票。如果它在箱体的顶部与底部之间来回振荡，那是最好的。一旦我判断出这个箱体的范围，只要股价没有脱离箱体，无论涨跌都没有关系。事实上，只有当股价在箱体里不上蹿下跳的时候我才会担心。

没有波动股价就不活跃，我对股价不活跃的股票并不感兴趣，因为这意味着公司股价不会大幅上涨。

举例来说，假设一只股票股价处在 45/50 美元的一个箱体里，那么只要股价没有突破这个箱体，无论它反复几次我都会考虑买进。不过，如果它跌到 44.5 美元，我就会卖出，以免股价跌破本箱体进入一个更低的箱体。

为什么这样呢? 因为一旦跌破本箱体的下轨 45 美元，就意味着股价正在跌回一个更低的箱体里，那么一切都不对头。我需要的是股价不断进入更高箱体的股票，而不是不断进入更低箱体的股票。

我发现有时一只股票会在一个箱体里运行数周，但我并不关心它在一个箱体里运行多久，只要股价不跌破本箱体的下轨即可。

例如我注意到，当一只股票运行在 45/50 美元的一个箱体里时，公司股价走势可能如下：

45—47—49—50—45—47

这表明，一旦公司股价达到箱体高点 50 美元，它就会折返向下跌回到 45 美元，然后又开始反弹，每天收在 46 美元或 47 美元，如果是这样我就很满意，因为股价仍在箱体里。但是，当我时刻关注的走势是，向上突破到下一个股价更高的箱体时，我就会买进。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我没能找到股价突破一个箱体向更高的下一个箱运行的固定原则，这需要通过观察发现，而且一旦发现就要立即采取行动。有些波动大、涨势迅猛的股票只用几个小时就能突破到下一个箱体，也有些股票需要数天时间才能完成突破，如果股价形成突破，它就会从 45/50 美元的箱体挺向另一个价格更高的箱体。这时它的股价就会呈下列走势：

48—52—50—55—51—50—53—52

现在，公司股价显然已经确立一个新的箱体，即 50/55 美元。

千万不要误解我的意思。这些只是例子。我需要判断的是箱体的范围。这当然随股票而有所不同。例如，有些股票的波动范围很窄，可能每次不超过 10%。而另一些宽幅波动的股票的波动范围在 15%~20%之间。我的任务是准确判断箱体的范围，并确信股价没有突破箱体的下轨，这是关键。一旦公司股价突破了箱体的下轨，我就立即抛出，因为它没有朝我预期的方向运行。

只要股价维持在箱体里运行，那么我认为从 55 美元回调到 50 美元很正常。我并不认为这种回调就意味着股价要继续下跌，正好相反。

舞蹈演员在腾空跳起前，都要先下蹲以便获得腾跳的冲力。我发现股票一也是一样。它们往往不会突然一下从 50 美元涨到 70 美元。换句话说，我认为处于上升趋势的股票，在上涨到 50 美元之后再回调到 45 美元的走势，就好比舞蹈演员的下蹲，是为上涨做准备的。

后来当我经验更丰富时才知道，股价在创出 50 美元的高点后回调到 45 美元的走势，还有另外一个重要好处，即通过这种回调将那些不坚定的、动摇的持筹者震出去，这些人错误地将回调看作趋势反转向下，只有这样才能使股价下一步涨得更快。

我逐渐明白了一点，即当一只股票处于明确的上升趋势时，剩下的问题就是判断其上涨的幅度。打个比方，如果股价从 50 美元上涨到 70 美元，但是偶尔有回调，那么这种回调完全正常。

股价走势可能如下：

50—52—57—58—60—55—52—56

这表明股价运行在 52/60 美元的箱体里。

之后股价振荡上行，走势如下：

58—61—66—70—66—63—66

这表明股价正好运行在 63/70 美元的箱体里，同时我认为股价仍在向价格更高的箱体迈进。

到目前为止，箱体理论并没有解决最关键的问题，即何时买入的问题。从逻辑上讲，应该在股价进入更高一级的新箱体时买入。但这么做看似简单，等我实际按此买卖路易斯安那地产与勘探公司的股票时，才证明这并非易事。

我观察这只股票的走势有好几个星期了，看着它的股价形成一个个金字塔形的箱体。当它达到最近一个箱体的上轨 59.75 美元时，我认为自己对它的判断是正确的。就打电话给经纪人，叮嘱他一旦这家公司的股价达到 61 美元，一定要通知我，我认为这个价位是公司股价进入新一个更高箱体的起点。经纪人确实按照我的要求做了，只可惜当电话打进来时我不在旅馆。等他找到我时已经过去了两个小时，这时，公司的股价已涨到了 63 美元。对此我深感沮丧，就好像坐失了挣一大笔钱的机会一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我对错过这只股票61美元的价位很是气恼，事后当它在这么短的时间内迅速上涨到63美元时，证明我之前的判断是正确的，这让我深信自己错过了一只好股票，并为我之前正确的判断欣喜不已。兴奋之余丧失了理智，在头脑发热的情况下，我愿意以任何价位买入这只股票。因为我需要的是，尽快买入一只我判断即将大涨的股票。

随后公司股价一路上涨，从63美元、63.5美元、64.5美元一直涨到65美元。我对了，我的判断对了，我错过了这只股票！因为我已经在新一轮箱体的下轨错过了这只股票，所以我不能再等下去了，于是就以65美元／股的价格买入100股。这是公司股价新一轮箱体的上轨。

尽管我在努力提高自己的选股方法，但对华尔街的运行机制仍不甚了解，因此我只得向经纪人讨教，如何才能避免错过看好的61美元的价位。他说我应该设定一种自动"停损"买单。停损买单的意思是，一旦公司股价达到预定的61美元，买单就会自动生效。他建议我一旦对某只股票做出了决定，就应该在预定价位设定停损买单。之后，只要股价达到了这一价位，不用再征得我的同意，之前的买单就会自动生效。我接受了他的提议。

在我认为合适的价位自动买入的问题得到了解决。

至此，我的箱体理论及其运用模式已深深扎根在我的脑海里，而且接下来我连续三次运用这一理论进行操作，都获得了成功。



第10章　200万美元

现在投资的资金量已经很大。我仔细分析了目前的市场情况，试图像往常一样找出一只交易活跃的高价股。但这时产生了另一个问题，这加大了找到一只合适股票的难度，那就是我的资金量大了以后就要十分小心，以免自己的买入行为影响股价走势。

经过一番找寻后，我把目光聚集在一只名为德州仪器的股票上，它完全满足所有这些苛刻的条件。

我在4月的第二周买入首批2000股，均价为94.375美元，后来又买了第二批1500股，价格为97.875美元。因为公司股价继续保持良好走势，所以我又补了2000股，这一次均价为101.875美元。这三笔交易花费了一大笔资金，实际上超过了50万美元。

因为我把卖掉Universal Controls的钱全部投入了德州仪器公司，所以再一次关注起Thiokof来。

我和Thiokof现在是久经考验的老朋友了，我们像过去的好伙伴一样建立起了一种特殊的友谊。我给予Thiokol的止损条件总是比其他股票宽松得多，其中部分原因在于，我真的对这只股票很有"感觉"，另外也是因为，我充分利用了特别认购账户提供的便利。

如果我放弃这种独特的信贷计划，那简直太愚蠢了，所以当公司股价上涨时，我总是把止损位设在离新高较远的地方。我绝对不会在其他股票上这么做，但就Thiokol而言，这么做曾两次使我免于提前售出。其中第二次是在4月的第一周当它进行了一次大回调的时候，这次回调发生在公司宣布每1股拆成3股的政策后。这次回调是如此严重，以致我都认为我们该分手了，但我还是决定由我设定的止损位来最后拍板。

结果公司股价并没有触及我的止损位，而且这一轮下跌之后迅速出现了一轮强劲的上升。不过，我并不是偏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

爱 Thiokol 的唯一投资者，分拆后的股票受到公众的热烈追捧，使公司股价在 5 月的第一周就被抬到了 72 美元。

公众的反应太好了，结果导致了下面这样令人吃惊的情形：

·这一周它的成交量达到令人难以置信的 549400 股。

·这一周它的股价上涨了 13.25 美元。

·这一成交量表明总成交金额达 4000 万美元。

·这一周的成交量的市值增加 700 万美元（= 周成交量 X 周涨幅）。

似乎纽约交易所的所有交易员这一周都在买卖 Thiokof，没有干别的。

当然，这种状况不会持续。纽约交易所的管理层决定暂停所有止损单，这样使绝大多数交易员抛弃了这只股票，因为他们不能买卖一只无法进行自我保护的股票。同时这也意味着我也自动地卖出了这只股票，因为他们把我最有力的工具剥夺了，所以我也不能再玩这只股票了。

我以 68 美元的均价抛掉了所持有的 Thiokol，这是股票拆细后的价格，如果复权的话，我最初买进的 6000 股每股售价要超过 200 美元。我当时的进货成本是 350820 美元，分拆成 18000 股后的总收入是 1212851.52美元，利润是 862031.52 美元。

但要把这 100 万美元再投入股市也是个大问题。我不得不加倍小心。这笔资金太大，不容易转投到另一只股票，因为这么大一笔买盘很容易对市场产生影响。

我还要面临另一个事实，即我的止损位可能不再实用，因为没有一个交易商或股票专营商能在几秒钟内吸纳这么大一笔卖盘。

现在唯一能做的就是：我决定把我的资金分成两部分来操作。一旦下定了决心，选择就变得简单。我只要从下面 4 只股票中挑出 2 只即可：Zenith Radio、Litton Industries、Fairchild Camera 和 Beckman Instruments。

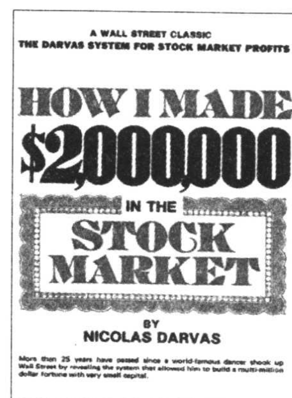
这 4 只股票我已经观察了很长时间。单从我的技术分析与基本面分析相结合的理论来讲，它们都很合适。现在需要做的就是，继续观察以确定从中选择哪 2 只。只有一个办法能做出选择，那就是依据它们的市场走势的强弱度来进行取舍。

采用我曾成功地运用于 Universal Controls 和 Thiokol 的技巧，我在 1959 年 5 月 13 日试探性地将 4 只股票各买了 500 股。我给每只股票都设了一个止损命令，止损价分别比各自买入价低 10%。我很清楚这些止损命令设得并不确切，而且太机械。但这个办法虽然笨，却也不失为一个谨慎的办法。我是有意在利用止损机制，因为我知道，这 4 只股票中早晚会有一部分因走势太弱而被止损出局。

……

事情逐渐演变成一种奇怪的生活。我每天晚上坐在广场饭店的房间里看电报，整理电报，没有其他事情可做。我感到高兴、轻松而无力，就像一位科学家经过多年的研究和工作，终于成功地将火箭发往了月球。当他看着火箭越升越高时，有一种巨大的成就感，同时也有一种奇怪的放松感，动都不想动了。

当我的股票就像设计好的导弹一样继续稳步攀升时，我就像这位科学家一样，现在只是站在一旁警惕地观察。



《我如何在股市赚了 200 万》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

之后在 8 月初的一天，有人邀请我去蒙特卡罗的“运动俱乐部”演出。我很高兴地接受了邀请。在经历了过去那些令人头痛的问题和恐慌之后，现在我对静静地坐下来开始感到有一点点厌倦了。

在安排离开纽约之前，我让我的经纪人来见我。我与他们仔细核对了我的账户情况，结果发现如果在飞往欧洲之前抛出股票，那么我的资金量就会超过 225 万美元。

看到这个消息我的感觉是什么呢？高兴？因为现在我的资产是 100 万美元的两倍多而兴奋？不完全是。我很高兴，但并不兴奋。当我从大莱卡公司上挣得第一个 10 万美元时，比现在更兴奋。这一次我感觉就像一个长跑运动员，经过艰苦的训练和许多次挫折后，现在终于接近了胜利。

同时我还面临着以前也曾面临过的困境：即我要卖掉股票吗？我要全部卖出吗？

这一次答案很简单，那就是屡试不爽而且值得信任的方法：我没有任何理由去卖掉一只正在上涨的股票。我只要继续分享上涨的趋势，同时根据上涨的股价不断抬高止损位即可。当趋势在上升时，我会买进更多。如果趋势反转呢？我将像受到惊扰的窃贼一样迅速逃离。

我给所有的股票重新设定了止损命令，这样如果在我去欧洲的路上股价出现下跌，那么经纪人也会自动帮我卖出，我的 200 万美元将保持不动。

当我走到第五大街打车离开经纪公司时，感到很满意而且很安全。

我走进广场饭店的大厅，习惯性地买了一份晚报，把有华尔街收盘价的那部分撕下来，剩下的全部扔掉，拿着下午 6:00 送到的电报，走进了电梯。

在房间里我打开电报，铺开报纸，坐下来幸福地吁了一口气，不仅是因为我挣了 200 万美元，而且因为我正在做我最喜欢做的事。

当华尔街在睡觉的时候我正在工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《股市真规则》

【美国】帕特·多尔西（1950~ ）

成功的投资是简单的，但实现起来并不容易。

个股的选择需要大量艰苦的工作、训练和时间的投入（和金钱的投入一样）。希望以很少的付出赚取大量的金钱，就如同希望第一次拿起球杆的人就能打出一轮精彩的高尔夫球赛一样不现实。

这是一个坏消息。但好消息是，成功选股的基本原则，并不依靠那些难以理解的选股工具，也不是昂贵的软件和高价的咨询报告。任何人都可以以很低的成本获得并在股市里做得很好的全部要求，就是耐心、对会计学的基本理解、投资哲学和适度的怀疑，这些都不超过一般人的能力范围。

基本的投资过程很简单，就是公司分析和股票估值。如果你避免了把一个好公司和一只好股票两个概念相混淆的错误（因为二者有很大的不同），你就已经比很多市场参与者领先了。

记住，买一只股票意味着你要成为一个公司的合伙人。对待你的股票要像对待你的生意一样。你会发现，你要关注重要的事情，比如现金流量；而在另一些事情上就要较少关注，比如在某一特定日子股票是涨还是跌。

作为一个投资者，你要努力的目标应该是发现优秀的公司股票并在合理的价格买入。好的公司可以创造财富，伴随着公司价值的增长，股票价格也会有所反应。而在短期内，市场可能是反复无常的。有些优秀的公司可能会卖出一个火暴的高价，因为人们对公司美好前景的预期使风险投机被认为是有价值的。但在一个长时间段中，股价会趋向上市公司本身的价值。

——引自《股市真规则》



美国晨星公司以其对股票、基金的独立分析和研究闻名于世，作为晨星公司股票研究部负责人，帕特·多尔西与晨星公司首席分析师兼晨星公司网站总编辑海伍德·凯利，以及晨星公司证券分析部总裁兼零售业务负责人凯瑟琳·吉尔斯·奥德伯一起紧密合作，指导公司的股票分析。

在《股市真规则》一书中，帕特·多尔西系统地阐述了公司基本分析和股票估值的投资方法和原则：评估上市公司的内在价值、挑选值得投资的股票、规避投资陷阱……书中给出的挑选好股票的方法和原则，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

操作性极强，久经时间和市场考验，成就了晨星公司在美国证券市场上无可比拟的权威地位。此外，多尔西还与晨星公司多位高水平的分析师通力合作，给出了银行业、软件业、医疗保健业等 13 个一级行业的研究方法和投资所要关注的要点。像这样由国际知名机构、国际著名分析师及其领导的团队共同完成的著作在当今世界极为罕见。

这本书为读者勾勒出了晨星公司严格的股票估值过程，同时也为投资者提供了经过实践检验的、能够正确选择适合长期投资股票的工具，因此无论你是正准备涉足股市，还是已经在股市中搏杀多年，如果你能够按照书中的方法分析上市公司，而不仅仅是停留在浏览一下的层面，相信这本书将改变你的投资人生。





《股市真规则》这本书主要讲述了公司价值研究、股票估值和投资策略等内容，它将帮助投资者挑选正确的股票、发现好的公司、理解不同行业后面的驱动力。在这本书中，投资者将学到如何深度挖掘财务报表以发现隐藏的黄金和陷阱，如何发现有竞争优势的好公司，如何确认一家公司的管理团队是否是称职的，如何发现可能对投资组合造成重大损失的警示信号，如何使用适当的估值规则以提高投资业绩，如何应用 10 分钟测试以决定是否值得花精力进一步调研公司等诸多的细节。

本书有一半是关于各类行业投资特点的，明显来自于作者平日的心得。如生活消费品行业，“牢记投资者在经济低迷时期可能会哄抬生活消费品股票的股价，使得股票价格相对于它的公平价值贵得多。当生活消费品行业的股票有 20%~30%的安全边际交易时，可寻找买入的机会”；公用事业行业，“不再是曾经的投资安全港，对这个行业的公司要保持适度的谨慎”；能源行业，“在石油市场上从事销售业务，规模经济可能是取得竞争优势唯一的路径，同样，对于石油公司，规模越大越好，因为公司越大越赚钱”；媒体行业，“不要赶时髦，为一部风行一时的影片或者电视节目就买入一家媒体公司的股票，很少有赚钱的”；软件行业，“变换的脚步使得软件公司的未来很难预期，因为这个原因，买入之前最好是寻找以内在价值较



帕特·多尔西的两大行业投资建议

医疗保健行业

◆开发新药是费时、高成本、没有成功保证的。寻找那些有长期专利保护和有很多正在研发中的新药可以分散开发风险的公司。

◆如果制药公司的产品目标市场有大量的患病人群或者需求明显未被满足，这就存在一个非常好的盈利机会。

◆对一种畅销药品占销售收入很大比例的制药公司而言，要确信投资该股票时有大的安全边际。任何意想不到的研发都可能使现金流和股票价格萎缩。

◆除非你深入了解这项技术，否则不要在生物技术公司起步阶段投资。这类公司的盈利可能是巨大的，但是迄今为止其现金流还不可预测，在这种情况下，输得精光比赚大钱的可能性更大。

◆不要忽视了医疗保健器材行业，这个行业里有很多公司具有竞争优势。

◆对依赖于研发的公司(包括制药、生物技术和医疗器材)来说，现金为王。确信公司有足够的现金或者来自经营活动的现金，能够让它完成下一个研发周期。

◆密切注意政府。任何医疗保险和医疗补助政策的调整和变化，都可能对整个行业的定价能力产生深远的影响。

◆分散风险的管理医疗组织，无论是通过高混合的基于收费的业务、产品多样化、强大的承销能力，还是拥有风险最小化的政府账户，都可提供一个能保持一定增长速度的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大折扣交易的股票。”帕特·多尔西写作本书的目的，就是要告诉投资者怎样独立思考，忽视周围的噪声，做出有利可图的长期投资的决定。

帕特·多尔西建议投资者应该发展一套自己的投资哲学，在该书的第一章中，他指出成功的投资建立在五个核心原则基础上：①做好你的功课；②寻找具有强大竞争优势的公司；③有一个安全边际；④长期持有；⑤知道何时卖出。帕特·多尔西说明建立一个可靠的投资组合应该以这五个原则为核心，一旦了解了这些原则，就可以开始学习怎样考察上市公司了。在第二章，帕特·多尔西指明了投资者最容易犯的错误，他认为规避错误是全部策略中最有用的策略，如果投资者能绕开这些错误，就可以“整装出发”了。在第三章，帕特·多尔西告诉投资者怎样通过分析竞争优势，把一个知名的好公司从普普通通的公司中区别出来。在这一章中，他解释了竞争优势是怎样帮助知名公司保持它们的顶级地位的、为什么竞争优势能把长期的胜利者和一闪而过的企业区别开来等问题，帕特·多尔西认为了解一个公司的竞争优势的来源是透彻分析一家公司的关键所在。

《股市真规则》一书的第四章至第七章讲述了怎样通过阅读公司的财务报表分析上市公司。首先，帕特·多尔西描述了财务报表是怎样表达财务信息的——报表意味着什么，不同的报表是怎样结合在一起的，如何发现一家公司真实一致的情况，以及如何评估一家公司的管理。第八章讲述了如何观察危险信号，让投资者把投资组合发生崩溃的可能性降到最小。第九章至第十章讲述的股票估值。读者可以从中学习投资估值的基本理论，像市盈率这样的比率在何时是有用的，如何算出股票是在内在价值以上还是以下交易。第十一章提供了两个研究的个案，帕特·多尔西应用前面各章展示的分析工具分析了两个真实的公司，使我们能看到实际进行分析工作的基本过程。第十二章中的10分钟测试这个快餐式的清单能帮助投资者把不值得花时间去研究的公司从值得彻底深入研究的公司中剔除出来。

在第十三章至第二十六章，帕特·多尔西与其晨星公司的股票分析师团队一起分析了股票市场不同行业的提示。针对半导体、制药、银行等行业，点明了什么是分析市场每一个上市公司所需要的，把好公司从落败的公司中区别开来的行业特征是什么，行业的术语意味着什么，哪个行业是提供更多（或更少）的投

消费者服务业

◆大多数消费者服务概念在长期经营中是失败的，所以，对处于商业生命周期中投机或者积极成长阶段的公司的任何投资，都需要比一般股票投资更严密地监控。

◆小心股价已经到了高成长期的价位了。建立消费者对门店忠诚或者依赖的公司很有吸引力，蒂芬尼公司是一个很好的例子，它在珠宝零售市场上只面临有限的竞争。

◆要比较存货和应付账款周转率，以确定哪一家零售商是超级高手。那些知道顾客的需求并知道如何使用强大的谈判能力的公司，是这个行业里值得下赌注的投资对象。

◆密切注视那些表外债务。很多零售商在它们的账面上很少或没有债务，但是它们的全面财务健康状况也许并不那么好。

◆当一家稳健的公司出了一份不好的月度或季度销售报表时，要注意寻找买入的机会。很多投资者对一份不好的门店销售收入结果反应过度，其原因也许仅仅是因为坏天气或者因为是与去年同期过高的数字相比。你要关注的是公司的基本面而不是股票的反应。

◆当经济走势明朗时，公司也趋向于同步波动。当整个行业下滑时，寻找机会买入一家著名零售公司的股票，同时要对手边的名单保持警觉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资创意的肥沃土壤。

《股市真规则》一书条理清晰，基础性强，初入股市者可以将它视为入门，老练的投资者则能从中学到不少新知。帕特·多尔西用最浅显易懂的例子，向读者展示了研究公司的基本技巧，他甚至向读者解释了一些最基本的财务知识。所以，实际上这本书也是一本价值投资的入门指导书。这本书最精彩的部分是大量的讲述价值投资理论书中所缺乏的，那就是对于一只股票的估值。实际上大多数的书讲的价值投资都是停留在定性的层次，具体操作性不强。这本书给出了精确地估算一只股票实际价值的方法，对于刚开始投资的读者也是大有裨益的。



最是原则难坚守



常听见有人说，股票投资要灵活多变，眼观六路耳听八方，随时应变。但据我的观察，大多数股票投资者最大的问题是灵活过头，股市里最缺的不是灵活性，而是原则性和坚持精神。正如巴菲特所批评的，华尔街没有原则，而即使有也不会坚持。

帕特·多尔西是世界顶级评级机构晨星公司股票研究部负责人，他在专著《股市真规则》中讲了一个故事：他在参加巴菲特的旗舰公司伯克希尔的年会时，无意中听到一个与会者抱怨说，再也不想参加伯克希尔的其他会议了，因为巴菲特每年都讲同样的话。但帕特·多尔西认为，拥有一个投资哲学并予以坚持是巴菲特的全部观点。他在《股市真规则》中展现了一套晨星公司站在格雷厄姆和巴菲特等投资大师肩膀上并有所发展的投资哲学。

成功投资五原则

晨星公司的投资哲学建立在五个核心原则基础上：

1. 做好你的功课。在买股票之前，要花时间调查了解这家公司里里外外的情况，除非对它的情况了如指掌，否则不要买它的股票。这个原则和巴菲特的能力范围、不熟不做的原则一致。

2. 寻找具有强大竞争优势的公司。“竞争优势有助于公司把竞争者挡在外面。如果你识别出一家公司能阻挡竞争者，并且能找出持续产生高于平均水平利润的原因，你就已鉴别出了公司竞争优势的源头。”

3. 拥有安全边际。安全边际是股票的市价与我们对股票估值的差值。将“安全边际”置于投资的核心概念，来源于格雷厄姆。帕特·多尔西在本书中以可口可乐等公司为例，做了更深入的讨论。

4. 长期持有。“频繁交易的费用经过相当一段时间之后，会大大拖累投资组合的表现。对待买股票要像重大的采购，并且最好长期持有。”

5. 知道何时卖出。中国有句股谚：“会买只是徒弟，会卖才是师傅。”帕特·多尔西则说，如果出现以下情况，应当卖出：你在第一次买入时犯了一个错误；公司基本面已经恶化；股价已经超出它的内在价值很多；你已发现更好的投资机会；这只股票在你的投资组合里占有太大的比例。

最后一条卖出原则值得商榷。因为按帕特·多尔西提出的一般标准，一项投资在投资组合中超过15%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就该把它所占的投资比例降下来。对共同基金而言，受规则所限，这样操作可以理解。但对普通投资者而言，则多有不妥。巴菲特也不同意类似观点，他认为，要是因为乔丹在公牛队的作用太重要了，所以要把乔丹卖掉，显然是不合逻辑的。

避免常见的错误

帕特·多尔西说："投资像打网球，致命的发球和大力的反手球都能赢得很多分，但这些技术带来的任何优势都可能被加倍的失误和自己的错误抵消掉。"书中专门用一章的篇幅介绍了多数投资者常犯的七个错误：虚幻的目标，相信这次与以往不同，陷入对公司产品的偏爱，在市场下跌时惊慌失措，试图选择市场时机，忽视估值，依赖盈利数据做分析。

虚幻的目标。这也是国内投资者常犯的错误。很多投资者都试图发现下一个微软、下一个可口可乐、下一个汇丰银行而获得巨额收益。正确的做法是应该关注发现股价已低于估值的可靠的公司。

在市场下跌时惊慌失措。市场总是健忘的。一年多前沪深股市连创新低，散户、机构落荒而逃，而现在股市连创历史新高，人声鼎沸，真有恍然隔世之感。

帕特·多尔西认为："市场时机的选择是一个空前的神化，没有一种策略能够持续不断地告诉你，何时该入市，何时清仓离场，而且也没有人能够做到这一点，否则就会有市场选时服务机构向你兜售生意了。"晨星公司追踪数以千计基金的研究表明，没有任何一家基金在过去 20 年中能够持续不断地选准市场时机。

虽然，一些基金也偶尔取得了很大的成功而名气大噪，但是"从来没有过基金利用一种计量模型频繁进出市场的超级成功记录"。帕特·多尔西的研究有力地证明了市场选时不是一个持续可行的策略。

国内很多基金经理试图把价值投资和波段操作结合起来，把基本面选股和技术面选时结合起来，还有的基金公司发行了所谓"趋势投资基金"，试图通过行业趋势、公司趋势、股价趋势"三合一"的分析，提高分析的准确性，帕特·多尔西这番论述或许值得他们反思。

价值投资者的操作学

本书与香港林森池的《投资王道》颇有几分相似，前半部分阐述投资哲学和投资原则，后半部分作公司分析和行业分析。

不同之处是，帕特·多尔西更加系统深入地阐述了公司基本分析和股票估值的投资方法和原则，还与晨星公司内部多位高水平的分析师通力合作，总结出了医疗保健业、消费者服务业、银行业等 13 个一级行业的研究方法和投资所要关注的要点，操作性很强，堪称价值投资者的操作学。（陈　理）



晨星公司股票分析负责人



目前全球资本市场独立第三方投资研究和基金评级的权威机构晨星公司由乔·曼索托于 1984 年创立，其总部位于美国芝加哥，是全球从事基金评级业务的唯一一家上市公司。本着协助投资人实现理财目标的宗旨，晨星公司为个人投资者、财务顾问和金融机构制作一系列的出版物、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

软件和网上产品及服务，提供专业的股票、共同基金、交易所上市基金、封闭式基金、对冲基金、独立账户、教育储蓄计划、投资连接保险产品的数据和分析，并提供指数产品、投资咨询和资产管理服务。晨星在全球16个国家设有分部，研究跟踪的证券超过145000只。

作为晨星公司股票分析负责人，帕特·多尔西在发展晨星公司股票评级发面发挥了很大作用，同时在建立晨星公司股票覆盖范围方面起到关键作用。帕特·多尔西的观点常常被《今日美国》、《美国新闻与世界报道》、《NBC晚间新闻》以及CNBC和CNN等广泛的媒体引用。

帕特·多尔西能够以一种清晰动人的方式与人沟通，而且他具有一种罕见的、能以某种形式解读复杂问题并使答案显而易见的能力。在晨星工作期间，他确立了一套自己的投资哲学。他的《股市真规则》一书出版后，好评如潮，被誉为价值投资实用指南。这本书的结构和晨星公司一直倡导的基本投资过程是一致的：发展一套投资哲学，弄清楚公司的竞争环境，分析公司和股票估值。就像戴维斯咨询公司董事长基金经理克里斯多弗·C·戴维斯评论的一样，“这本书没有采用流行的花招来过分简化证券分析，没有使用学院派方式用行话把常识弄得模模糊糊，帕特·多尔西写了一本充实而实用的书。他的例子清晰，他所使用的方法是正确的、长期有效的”。



第一章 成功投资股市的五项原则



我经常感到吃惊的是，很少有投资者——有时候甚至是基金经理能够清晰地说出他们的投资哲学。没有一个成型的投资架构，即一个思考世界的路径，要想在市场上做得很好必然需要经过一段艰苦的时期。

我想起几年前，我在参加伯克希尔·哈撒韦公司的年会时（这家公司由超级投资家、亿万富翁沃伦·巴菲特管理），无意中听到一个与会者抱怨说，他再也不想参加伯克希尔·哈撒韦公司其他的会议了，因为巴菲特每年都说相同的话。对我来说，拥有一个投资哲学并予以坚持是我全部的观点。如果你能做好功课，保持耐心，并且把你自己从流行的观点中隔离开，你可能会做得很好。而当你陷入困境的时候，往往是你脱离开你的能力圈，开始偏离你的投资哲学的时候。

这里是我们推荐的做好投资的五项原则：

1. 做好你的功课；
2. 寻找具有强大竞争优势的公司；
3. 拥有安全边际；
4. 长期持有；
5. 知道何时卖出。

做好你的功课

这个说法听起来很简单，但是投资者所犯的大部分一般性错误，往往就是未能彻底调查他们所购买股票的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司。除非你知道这个公司里里外外的详细情况，否则你就不应当购买这只股票。

这意味着，你必须发挥你对会计学的理解，以便于你自己决策时能确切知道一家公司所处的财务状况。首先，你是把你自己的资金投资在风险中，因此你应当知道你正在买的是什么。尤其是投资有很多灰色区域，你不能仅凭某某人说这家公司很有吸引力就去投资，你要自己决策，因为某人所说的热门成长股往往正是等待另一个人的灾难。在第四章至第七章，我将告诉你在会计方面你需要了解哪些东西，以及怎样把分析过程归结到便于管理的水平上。

一旦你掌握了这些工具，就要花时间使用这些工具，你要坐下来把年度报告从封面读到封底，并且浏览过去的财务报表，检验行业内的竞争者。这是需要坚持的，特别是要挤出时间，因为花时间彻底调查研究一家公司有助于你避免不良投资。

你花费时间做研究产生的想法需要一个冷却的阶段。当你听到一个好的投资建议时，认为在股票行情开始启动之前就立即行动的想法通常是很有诱惑力的，但是冷静的判断力总比冲动要好。很多时候，随即进行的研究会让你发现，其实这项投资缺少吸引力。如果你是一个真正的长期投资者，在你全面进行投资的过程中，冷却阶段能使你避免一些会导致恶果的投资行为。

寻找具有强大竞争优势的公司

是什么把一家坏公司从好公司中或者把一家好公司从一堆大公司中挑出来的呢？在很大程度上，这取决于一家公司自身竞争优势的大小。竞争优势可以用来保护企业的利益免受侵害。

在任何一种竞争性经济条件下，资本总在寻找高预期回报的领域，这使得利润最丰厚的公司总是被竞争者包围着。这就是大多数利润好的公司，在经历一段时间之后有趋向回归平均水平的原因。也就是说，大多数高回报公司由于与其他公司竞争的缘故，利润率将会逐渐降低。

竞争优势可以保护一小部分公司在很多年中保持平均水平之上的利润率，这些公司常常是最好的长期投资对象。一般来说，保持超额利润率的时间越长，股票长期投资的业绩就越好。识别竞争优势是投资过程一个相当关键的部分，我们要用整个第三章来阐述怎样分析竞争优势，这是投资准备工作的核心。识别较强竞争优势的关键是能对一些具有迷惑性但其实很简单的问题做出回答，比如：一个公司是怎样设法使竞争者无路可走，从而使自己获得丰厚利润的？如果你能够回答这个问题，你就发现这家公司竞争优势的源头了。

拥有安全边际

发现好公司只完成了投资过程的一半，另一半工作则是评估这家公司的价值。你不能不管这只股票在市场上是什么价格都付钱去买，因为它在市场上或许正处于一个非常高的价位。如果你支付了太高的价钱，你的投资收益率可能就会令你大失所望。

任何一个投资者的目标都应当是在价格低于股票价值时买入。不幸的是，人们对股票价值的评估往往过于乐观，这经常导致未来等待着我们的是一个令人苦恼的厄运。

我们只有通过在股票价格充分低于我们对它的估值时进行交易的方式，来弥补这种过于情绪化的倾向。股票的市价与我们对股价估值的差值就是这只股票的安全边际。

比如购买可口可乐公司的股票，该公司在 20 世纪 90 年代具有强劲的竞争优势是毋庸置疑的，而且你有足够的理由认为这种形势还会持续下去。但是，如果要花 50 倍市盈率买入可口可乐公司的股票，那么你可能要忍耐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相当长时间才能看到像样的投资回报，因为你忽视了选股过程的一个关键点——股票的安全边际。可口可乐公司的股票价位很高，而且即使你认为可口可乐公司的股票值 50 倍市盈率，你付了全价也就没有意义了——毕竟，那个使你认为可口可乐公司股票值那么高价格的假设过于乐观了。较好的做法是，在一个既定的安全边际中付款购买，比如，以 40 倍市盈率就可以预防一些错误的发生。

你决定一只股票合理的购买价格时，应注意包含一个安全边际。即使你过后才意识到你对该公司前景的估计过于乐观，你也已经为自己设置了一个缓冲带，可以减轻你的投资损失。对于一家前景不确定的公司预留的安全边际，应该大于对盈利可以预期、前景可靠的公司预留的安全边际。例如，20%的安全边际对于像沃尔玛那样的稳定企业是适合的，但是你应该给像 A&F 公司那样被各种不稳定的时尚因素驱动的公司预留更大的安全边际。

始终坚持估值原则对很多人来说是困难的，因为他们担心如果今天不买，在这只股票上就永远失去了搭上这条船的机会。当然有这种可能性，但是也有另一种可能——公司突遭财务冲击并导致股价暴跌，未来是不确定的，毕竟，如果你等的时间足够长，大多数股票会出现相对它们公平价值有较好折扣的价格机会。就像没有股票年复一年地直线上涨一样，我们可以说，不赚钱要比损失已拥有的金钱痛苦小得多。

探索股票估值的一个简单路径就是看该股票的历史市盈率——你为该公司每 1 美元的收益所要支付的价格——要考察过去 10 年或更长时间。（在晨星公司的网站上，我们有 10 年可用的估值数据提供免费使用，还有其他的研究服务机构也有类似的信息）如果一只股票现在的市盈率是 30，而它过去 10 年的市盈率在 15~33 之间，很明显它现在处于历史的高位。

要证明今天的价格是合理的，你必须对该公司的前景有足够的信心——它要比过去 10 年好得多。有时候（有这样的个案），当一家公司的估值相比过去高到了令人刮目相看的时候，一定要小心提防。市场很可能高估了它的成长性，你也许会遇到一只未来数年市场表现都欠佳的股票。

我们在第九至第十章谈论的是股票估值。如果你想知道怎么估值先不要着急，现在需要记住的关键事情是，如果你不使用保守的原则计算出你愿意为一只股票支付的价格，最终你会感到后悔。估值是一个投资过程最重要的部分。

长期持有

永远不要忘记，买股票是一个重大的购买行为，并且你要把它当做重要的投资行为对待。你应该不会一年买卖你的汽车、冰箱或者你的 DVD 机 50 次。投资应该是一项长期的承诺，因为短期的交易意味着你正在玩一种失败者的游戏。

短期交易的这些费用如果合计起来，包括税收和佣金，会给你的投资业绩造成几乎不可逾越的障碍。

如果你频繁交易，随着时间的推移，你不断支付的佣金和其他费用是复合增长的。你今天花费的每 1 美元，如果你用来投资 20 年期 9%年息的话，将变成 5.6 美元。也就是说，今天花费 500 美元，意味着你放弃了 20 年后的2800 美元。

但这只是故事的开始，因为频繁的交易也意味着你支付的税款在增长。并且无论你每年支付多少，这些钱都不能为你在下一年提供复合收益。

让我们看两个假想的投资者，以弄清楚佣金和交易税收对于一个投资组合能起什么作用。长期投资者露西是一个守旧的老古板，她只买很少几种股票并长期持有；而投资者提姆是一个频繁进行交易的快枪手。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

露西在5种股票上投资1万美元，共30年，年收益率9%，并且当卖出这笔投资时支付长期投资资本利得税15%。在此期间，提姆以同样的收益率、同样数量的资金投资，但是他的投资组合一年周转两次，他的收益支付35%的短期资本利得税，并且余下部分用于再投资。我们假定他们暂时不用负担任何佣金。

30年后，露西拥有11.4万美元；与此同时，提姆还不到她数量的一半，只有大约5.4万美元。由此你就能看到，你的资金在不用每年纳税的情况下，复合增长造成了巨大的差异，甚至可以不予理睬经纪人佣金。

但是现在来看持有一只股票30年也许是不现实的。让我们再考虑一下，如果露西每5年卖出她的全部投资组合一次，每次都把投资收益再投资。在这个案例中，她投资结束时大约拥有9.6万美元，这比11.4万美元要少，但还是要比提姆的5.4万美元要多很多。

这个例子表现的仅仅是税收对频繁交易的影响，一旦我们加人佣金的因素，情况对短期投资者会更糟糕。如果我们设想提姆和露西每次交易支付15美元，提姆的净利30年后只有3.1万美元，而露西的净利则有9.3万美元，假设她每5年交易一次。

真实世界的税收花费和佣金要从你的投资组合中拿走一大块。把你的持有期间由6个月扩大到5年，收益大约增加6.2万美元。露西的耐心得到了丰厚的报酬，你不这么认为吗？

如果要与露西的投资组合价值匹配，提姆需要每年大约14%的收益率来替代每年9%的收益率。这就是本例中频繁交易的代价，一年大约5个额外的百分点。所以，如果你真的认为搅动你的投资组合可以得到每年5个扩大的百分点，那么就可以卖掉旧的换进新的。否则，像我们中的其他人一样，在经过熊市的时候你应当谦卑一些，保持耐心，因为这将带来利润。

知道何时卖出

最理想情况是我们应当永远持有投资，但事实是，几乎没有公司值得持有几十年，并且很少有投资者只买入了值得长期持有的股票。知道何时卖出一只股票，比知道何时买入股票重要。但是我们时常是卖出盈利的股票太早，持有赔钱的股票太久。

关键是，要持续不断地关注你持有股票的那家公司，你对公司的关注要胜过对持有的那只股票的关注。你花时间关注你所买入股票的那家公司的新闻和所处行业的信息，远比你一天看20次股价要有用。

在我讨论何时你应当卖出股票之前，我先告诉你什么情况下不能卖。

股票已经回落

单看股票，股价运动传达的是无用信息，尤其是在短期内，完全不可预测的原因能导致股价向各种方向运动。股票长期运行的表现，很大程度上取决于公司未来现金流的变化，这和股价过去两周或一个月的表现没有什么关系。

你要牢记，当你买了股票以后，股票走势怎样不是最重要的。你不能改变过去，市场也不关心你在股票上是赚了还是赔了。调整股票价格的是该公司的未来，而且那才是当你决定是否要卖一只股票的依据。

股票已经猛涨

再强调一次，股票过去怎样关系不大，真正重要的是你预期公司未来会怎样。没有什么可以预示股票从上升的形态转而向下，就像没有什么可以说股票走出箱形，最终还会回来。如果我们能抛弃掉股票过去走势的所有图表（因为它们不能提供关于未来的任何有用信息），我们中的大多数人可能会成为好的投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那么，你应该在何时卖出呢？不管什么时候，当你考虑要卖出一只股票时，仔细考虑下面五个问题，你将进入好的投资状态。

你是否犯了某个错误？你在第一次评估这家公司时遗漏了某些事情吗？也许你认为，公司的经营管理经过努力会有一个好转，但是取得好转比你（或者他们）预想的难度大很多。或许你低估了公司竞争的激烈程度，或高估了公司发现新增长点的能力。无论是什么把事情搞糟了，你买入这只股票的理由已经不存在了，股票就不值得再持有了。如果你最初的分析是错的，卖掉损失的股票，支付一点税之后继续前进。

基本面已经恶化了吗？经历几年的成功后，你投资的疯狂成长的公司的发展速度已经开始慢下来。公司需要积累现金，发掘有利可图的、新的投资机会还要经历一段艰苦的时光，竞争正蚕食着利润。各种迹象表现已实质性地变坏，就到了该卖出股票的时候了。

股价是否已高出它的内在价值太多？当市场在一种十分乐观的情绪下振作起来，投资人在这个时期没有理由不投入进来，但这时我们通常要支付远远超过股票真实价值的价格。问问你自己：股票的市价比你对这只股票的估值多多少？你对股票的估值经过一段时间后是否增加了？你不应该仅仅因为股票价格有点高了，就卖出优秀的公司——你要支付资本利得税，而且还不能得到复合增长的利益。但如果是在异乎寻常的高价，那么即使最好的公司也应当卖出。

你这些钱有更好的投向吗？作为一个投资者，你应该不断地寻找相对于风险有更高回报的机会，来分配你的资金。为了购买前景更好的股票，卖出一个稍微有点低估的股票，即使你亏了钱，也没有什么可惜的。

在 2003 年以前，当我发现家得宝公司股票看起来十分便宜的时候，我自己就是这么做的。当时，这只股票已经低迷了差不多三年，我想这只股票的市价只相当于它价值的 50%多。我的账户里没有现金，如果我想买这只股票就不得不卖出一些股票。经过对我手中的股票进行评价之后，我卖出了花旗集团的股票，虽然当时该股票低于我的买价 15%左右。为什么呢？因为我对花旗集团的第一次估值太乐观了，我不认为这只股票能有更多的利润。所以，我卖出一只价格合理的股票，是为了买入一只我认为价值严重低估的股票。

给我带来损失的花旗集团后来怎样呢？就像水在桥下一样，没有改变。要紧的是，我有了一个投资机会，我的资金从一个预期回报很适度的投资，挪到了一个预期回报相当高的投资——这是一个很站得住脚的卖出理由。

你在一只股票上有太多的投资吗？这是最好的卖出理由，因为它意味着你做对了，并选择了赚钱的股票。关键是不要让贪婪影响了投资组合的管理。一项投资在你的投资组合中超过 10%~15%，也许该公司未来的前景是可靠的，但不管怎样还是应该把它所占的投资比例调下来。（这些百分数是粗略的指导，也许你在单只股票上做更多投资是适合的，或者你想要更多样化）简单地说，“把鸡蛋放在一个篮子里”是没有意义的。

投资者清单：成功投资股市的五项原则

成功的股票投资依赖于个人的训练，不依赖于别人是否赞同你。至关重要的是要有一个稳固的、有充分依据的投资哲学。

除非你清楚该公司的里里外外，否则不要买它的股票。在买股票之前，花时间调查这家公司有助于避免犯大错误。

应该关注公司是否有较强的竞争优势。竞争优势有助于公司把竞争者挡在外面。如果你能识别一家公司能够阻挡竞争者，并且能持续产生高于平均水平利润的原因，你就已经鉴别出了公司竞争优势的源头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

频繁交易的费用经过相当一段时间之后，会大大拖累投资组合的表现。对待买股票要像重大的采购，并且最好长期持有。

知道何时卖出。不要仅仅因为股价的涨跌卖出，但是经过认真的分析后，如果以下情况出现，应当卖出：你在第一次买入时犯了一个错误；公司基本面已经恶化；股价已经超出它的内在价值很多；你已发现更好的投资机会；这只股票在你的投资组合里占了太大的比例。



第二章 七个应当避免的错误

在很大程度上，投资像打网球，致命的发球和大力的反手球能赢得很多分，但这些技术带来的任何优势都可能被加倍的失误和自己的错误抵消掉。在五局比赛结束的时候，往往是失误少的选手获胜。仅仅是始终如一地把球回过网——无论你的对手打出什么球——你就可以大量得分。

投资与之极其相似，除非你知道怎样避免投资中最一般的错误，否则你的投资回报不可能令人心动。你会发现选出的很多好股票给你带来的收益刚刚够补偿少数的几个大失误所造成的损失。

所以，在我们钻研上市公司的分析之前，我要介绍给你 7 个不用费力就可避免很多投资者常犯的错误的方法。避免这些错误是达到你投资目标的第一步。

1. 虚幻的目标；
2. 相信这次与以往不同；
3. 陷入对公司产品的偏爱；
4. 在市场下跌时惊慌失措；
5. 试图选择市场时机；
6. 忽视估值；
7. 依赖盈利数据做分析。

虚幻的目标

这又回到了买入有较强竞争优势的公司的重要性上。你的投资组合如果装满了风险，换句话说，如果每次投掷都是建立在虚幻的目标上，就必然导致投资灾难。首先，投资数学告诉我们，要弥补大的损失是一个很困难的命题——股价下跌 50%，要想回到原来的水平只有股价翻倍才行。

另一方面，在一家公司刚刚起步的时候，要预言它是否是下一个微软公司，这是相当困难的。你很可能和一个真实世界中多变的公司一样以失败告终，因为当一家公司刚起步时就想洞悉它的未来是不太可能的。

事实上，小的成长股是经过长期持有之后收益最差的那类股票。为什么呢？首先，从数字上看，根据达特茅斯大学肯尼思·弗伦奇教授的观点，从 1927 年起，一直持有小公司股票的年平均收益率是 9.3%，这个数字比同期大公司股票的标准普尔 500 指数的平均年收益率 10.7%要低。为了避免你轻视这两个收益率之间 1.4%的差值，我要告诉你，对于一笔长期持有超过 30 年的资产，如 1000 美元，按年收益率 9.3%投资，其收益是 1.4 万美元，但是如果年收益率是 10.7%，其收益将达到 2.1 万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此外，很多小公司除了挥霍资金，几乎从未做过任何事情，最终很多这样的公司走向了破产。例如，在1997年到2002年，纳斯达克每年有8%的公司被终止上市。大约2200家公司的股东很可能在这些股票被纳斯达克摘牌之前就遭受了巨大的损失。

相信这次与以往不同

在华尔街最昂贵的教训就是"这次与以往不同"。历史不断地重演，泡沫还是要破裂，不了解市场历史是一个重要的障碍。

例如，在2000年春天，财经出版物上开始充斥半导体股票将不再有周期性的论调，这扭转了芯片类股票处在顶部的走势。一年以后，能源股疯涨，很多分析师预测未来几年这些股票的收益将以20%左右的速度增长。然而，经济增长放缓，能源的需求受到打击，新的工厂提高了供应能力。结果，能源股票像Mirant公司和Calpine公司下跌了50%~60%,在安然公司崩溃前它们的命运就已经注定了。

这个道理很简单：你必须成为市场历史的学生，才能弄清楚股市的未来。任何时候你听到某人说"这次与以往不同"，请你关掉电视散步去吧！

陷入对公司产品的偏爱

这是投资陷阱中最容易陷进去的一个。几年前，当人们经介绍买了掌上电脑以后，有谁不认为掌上电脑是一项伟大的投资呢？看起来似乎很合乎逻辑，但事实是，这个好产品并不必然转化成利润。

掌上电脑是第一个手持管理工具，界面友好，容易使用而且买得起，但是消费电子产品不是一个有吸引力的生意，利润很薄，竞争激烈，很难产生持续的利润。尽管好产品和新技术在我们评估公司时有一定关系，但这种关系并不像公司发展与经济状况联系得那样紧密。的确，掌上电脑是一个成功的发明，也有数以百万计的人购买，而且这些企业没有主要的竞争者，但是这个行业的经营前景一直黯淡。掌上电脑在2001~2002年两年间损失了数亿美元，并且在2003年中期，掌上电脑公司的股票比2000年开始上市交易时股价下跌了98%以上。

当你研究股票的时候，问一问自己："这是一个有吸引力的生意吗？如果我买得起的话，我会买下整个公司吗？"如果回答是否定的，放弃这只股票，不管你是多么喜欢这个公司的产品。

在市场下跌时惊慌失措

股票更有吸引力的时候，通常是在没有人想买股票的时候，而不是在连理发师都能给股票开出最高价的时候。当你投资时，往往有一种诱惑，就是要证实或求证其他人也在做同样的事情。但是历史再三地告诉我们，当每一个人都在避开购买这些资产的时候，往往是它们最便宜的时候。（约翰·坦普尔曼先生，第一个走遍美国以外投资市场的投资家，曾经说过"最悲观的时候是最好的买入时机"）

最典型的例子是1979年一期《商业周刊》曾问道："股票死了吗？"就在这之后不久，一个18年股票牛市正式启动起来。更近些的例子是，《巴伦周刊》在1999年后期沃伦·巴菲特做封面的那期杂志上曾问："到底怎么了，沃伦？"并且哀叹巴菲特对技术股的厌恶。但是3年之后，纳斯达克下跌超过了60%，伯克希尔·哈撒韦的股票增值了40%。

我们也看到某些经验的东西会胜过很多奇闻逸事，在晨星过去数年所做的一项研究中明显地证明了这点，观察许多不热门的基金的表现也说明了这一点。在看了什么基金种类能吸引最多的资金和什么产品品种经历过最大的赎回之后，我们发现结果很有趣。在所有资产种类中，除了那种在过去12年间以每3年为周期翻倍滚动的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产品种外，人们所厌恶的资产的表现都超过了人们所喜爱的资产的表现。

这种分歧可能很激烈。比如一个投资者在2000年初期购买了3种人们不喜欢的最不热门的基金品种，人们预期在未来3年，他的投资收益可能会很差。但结果是他的收益比市场在那个时间段里平均每年损失15%要好得多，而且还远远领先于那些当时很热门的基金品种，因为这些基金在过去的3年平均每年下跌了26%以上。

违背自己的性格和意愿需要勇气，但是这种勇气是有报酬的。如果你独立思考并从被其他人遗弃的市场上寻找便宜货，你就会成为一个好的投资者，这远比按照财经出版物上短暂的吹捧而购买股票强得多。

试图选择市场时机

市场时机的选择是一个空前的投资神话。没有一种策略能持续不断地告诉你，何时应当人市，何时清仓离场，而且也没有人能够做到这一点，否则就会有市场选时服务机构向你兜售生意了。

在《财经分析师》2001年2月号上有一个有趣的研究，它采用一流的方法对从1926年至1999年的“买入并持有”和“市场选时”策略之间的差别进行研究。作者根据市场转换频率，基本上找出了从1926年至1999年市场选时变化的所有可能。

作者假定在任何一个特定的月份，一个投资者既能在国债市场又能在股票市场上投资，然后计算各种可能的组合转换的投资回报（不寻常的是，在两种资产中间有超过4006种可能的组合），并把“买入并持有”策略和全部的“市场选时”策略进行比较，看一看选时组合比简单的买入并持有能增加多少收益。

他研究的结果怎样呢？全年大约三分之一的月份中“市场选时”组合打败了“买入并持有”策略组合。你也许会认为，“如果我用市场选时策略，我有33%的机会打败市场。我要抓住这些机会！”但是在你跑出去订阅选时服务资料之前，请考虑下面三点：

1. 这篇论文的计算结果夸大了市场选时策略的收益，因为它对每一年的考察用的是不连续的期间，这就意味着它忽略了复合收益（你先假设市场通常会有一个相当长的上升时间段，就是这样计算的）。

2. 股票市场的收益是不对称的。也就是说，在任何一个特定的年份里，大部分的收益（不管正的还是负的）来自有限的几天。这意味着市场选时的风险比依靠长期持有要高。

3. 晨星公司所追踪的数以千计的基金，没有一个在过去20年中能够持续不断地做好市场选时。的确，一些基金也偶尔取得了很大的名气，但是从来没有过基金利用一种计量模型频繁进出市场的超级成功记录。

这些强有力地证明了市场选时不是一个持续可行的策略，因为对运作共同基金来说，如果某人找到了一个可靠的市场选时的方法，他们早就开始那样做了。

忽视估值

这一点使我们又回到过去几年里很多人常犯的错误。可能会有其他投资者以50倍市盈率买入你以30倍市盈率买入的股票，这只是冒险的赌博。你可能在CMGI公司或雅虎公司上赚很多钱，但在整个互联网泡沫中，除非你卖得非常及时，你能诚实地对自己说“我能”吗？

你买入股票的唯一理由就是你认为这个公司现在的股价比卖出时的价格更有投资价值，而不应该是你认为会有一个更大的傻瓜乐意在几个月后花更多的钱来接你的盘。

我们将在第九章至第十章中讨论很多公司内在价值和估值的概念。

目前，减少你投资风险的路径就是注重估值。如果现在市场预期低，就可能有大量物超所值的好机会。买一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

只正面消息泛滥、势头正强的股票是自讨苦吃。

依赖盈利数据做分析

最后，至关重要的是现金流，而不是盈利。因为基于每股盈利的会计处理可以做出公司管理层想要的利润，但是现金流却是很难胡来的。你可以透过现金流量表洞察一家公司真实的健康状况，并且通过观察经营性现金流相对盈利的变化趋势，在一些会导致公司崩溃的问题爆发前就发现它们。

要注意：如果公司在经营性现金流停滞或收缩的同时盈利却在增长，很可能是某些事情正在变坏。

我们将在第五章至第六章进一步谈论现金流的重要性，另外将在第八章告诉你怎样使用现金流量表察觉公司财务问题。

如果你避免了这些最一般性的错误，你将会大大超越投资者的平均水平。现在，让我们从不应该做什么转到应该做什么上来。在下一章，我将告诉你怎样通过分析竞争优势把一家好公司从平均水平的公司中找出来。

投资者清单：七个应当避免的错误

·不要试图通过发现下一个微软公司而获得巨额收益。你应该关注于发现股价已低于估值的可靠的公司。

·了解市场的历史能帮助你避免重复那些易犯的错误。如果人们试图使你确信“这次与以往不同”，不要理睬他们。

·不要陷入“一个好产品将创造一个高质量公司”这样一个假设的陷阱里。在你被一项激动人心的技术或者一个极好的产品掏光口袋之前，确信你已经核实了该公司的商业模式。

·不要害怕使用你的优势。买入的最好时机是当所有人都从一个特定种类的资产出逃的时候。

·试图选择市场时机是一个傻瓜游戏。有足够的证据证明市场是不能选择时机的。

·减少投资风险的最佳路径是认真注意估值。不要寄希望于其他投资者会以高价接收的盘，即使你买的是好公司股票也不要这样。

·一个公司财务绩效的真实度量标准是现金流，而不是财务报告的每股盈利。



第十章　估值——内在价值

我们在前一章所讨论的各种比率的最大缺陷是它们全部都以价格为基础，它们比较的是投资者为一只股票支付的价格和为另一只股票支付的有什么不同。不管怎样，比率不能告诉你一只股票实际上值多少钱。

首先，如果不知道股票的价值，你怎么能知道应该付多少钱呢？在晨星公司，购买股票的标准是“股票以其内在价值的某一折扣价交易，不单单因为它们的价格比类似公司的价格高或低。”我们是这一信条坚定的信徒。跨越公司、跨越时间比较这些比率，能帮助我们明白我们的估值离基准是近还是远，评估公司的内在价值能给我们一个更好的指示。

内在价值的评估会让你关注公司的价值，而非股票的价格，这是你真正想要的，因为作为一个投资者，你也许正准备买下公司的一小部分股票。内在价值使你思考今天公司产生的现金流和未来产生的现金流，也就是公司可能创造的资本收益。它促使你问自己：如果我能买下整个公司，我会买吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二，评估内在价值给你做投资决策提供了一个强大的基础。如果不考察价值的决定性因素，如现金流和资本收益率，我们没有办法评估市盈率为 15 或者 20 是高还是低，或是正合适。因为市盈率为 20 的公司也许比一家市盈率为巧的公司有更低的资本需求和更低的业务风险，那么市盈率为 20 的公司可能是更好的投资。

在本章，我将告诉你我们在晨星公司评估内在价值的一个简化版本，知道基本原理有助于你做出更好的投资决策。

这对你可能是有些困难的过程，但即使有点困惑你也不要泄气。我向你保证，通过实践这一切很快就会变得容易。

现金流、现值和折现率

第一步是回答一个基础性的问题：什么是一只股票的价值？幸运的是，我们现在站在巨人的肩膀上，比如经济学家欧文·费希尔和约翰·伯尔·威廉斯，他们在 60 多年前就为我们回答了这个问题：股票的价值等于它未来现金流的折现值，不多也不少。

让我们仔细剖析这个观点，它对正确进行股票估值是至关重要的。公司通过把资本投出去产生收益（创造经济价值），一些收益补偿了营业费用，另外一些用于公司的再投资，其余的就是自由现金流。

记住，我们应该关心自由现金流，因为它是每年能从公司业务中拿出来而不会损害经营的资金。一家公司可以以各种方式运用自由现金流为股东创造利润。自由现金流可能以股息的方式支付给股东，派发股息本质上是把投资者在公司里的一部分收益转化成现金；同样自由现金流也可能用于回购股票，这样做能明显减少股票数量，也因此将提高每一位股东的所有权百分比；或者，公司可能保留自由现金流并把它投资在公司业务中。

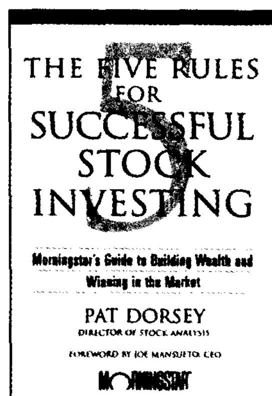
这些自由现金流给公司带来投资价值。现金流当前价值的计算反映的是对未来现金流的调整，它反映这样一个事实：我们计划在未来收到的现金比我们现在收到的现金价值低。

为什么未来的现金流没有当期的现金流值钱呢？首先，我们今天收到的现金可能被投资出去赚取某种利润，而我们在收到未来现金流之前不能把它用于投资。这就是货币的时间价值。第二，有可能我们永远也收不到未来的现金流，而且我们需要为风险做出补偿，这就是“风险溢价”。

货币的时间价值本质上就是未来收到现金相对于今天收到现金的机会成本，它常常用政府债券支付的利息率表示。美国政府几年后必须支付给我们政府债券的利息是确定无疑的。

当然，没有多少现金流和来自政府的现金流那样确定，所以我们需要添加一个额外的溢价，来补偿我们可能永远收不到已经承诺给我们的现金的风险。政府债券利率加上风险溢价，没错！你已经知道什么是折现率了。

当你用这些术语思考时，这个折现率是有意义的。你需要什么样的收益率才能使你不再介意是现在就要收到一定数量的现金，还是在未来某一时点取得这些现金？“一鸟在手胜过两鸟在林”这句古老的谚语，在这里虽然表达方式不同却可表达同样的意思：我们有一只鸟在手，我们还需要两只在丛林里的鸟，我们对这两种选择可以无所谓。与此思路相似，对我们来说，未来才能收到的现金是不值钱的，因为我们不确定我们能否拿到这笔钱，而且如果我们今天就能拿到，我们还可以把它投出去赚钱。



《股市真规则》
英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

举个例子，如果你有一个为期两周的假期，但是你的老板在最后一分钟让你把假期延迟一年，你会向你的老板要求追加一些天数作为延迟的补偿。换句话说，今年的 5 天休假等于明年的 6 天休假，因为你宁愿马上开始你的行程，你不知到明年是否还会有某些突然出现的事情迫使你不得不再把度假延迟。所以，你心里对于休假的折现率是 20%，也就是今年的 5 天变成明年的 6 天。如果你认为再增加 1 天作为给自己的奖励也不会让老板生气的话，那么你也可以要求在明年增加 2 天假期。在这种情况下，你心里的折现率就是 40%。

现在你可以看到，为什么盈利稳定、可以预期的股票常常有如此之高的估值。投资者往往以一个很低的折现率折现这些盈利稳定的公司的未来现金流，因为他们相信那些未来的现金流出现风险的可能性很低。反之，一家未来有很大不确定性的公司理应有一个比较低的估值，因为它的未来现金流也许永远不会实现。

你还能看到，相对于承诺未来某一时点收益率会很好的公司，一个理性的投资者更愿意为一家现在有利可图的公司支付更多。这不仅仅是因为承诺未来某一时点收益率好的公司有更高的风险（也因此要求一个更高的折现率），还因为如果到未来的某一年承诺的现金流不能实现，还将进一步降低公司的估值。

在全部三个例子中，稳定性公司、周期性公司、风险性公司总计非折现的现金流大约是 3.2 万美元。

不管怎样，现金流的折现值对于不同的公司来说有相当大的差别。在现值条件下，周期性公司要比稳定性公司价值低约 2700 美元。因为稳定性公司是更可以预期的，这意味着投资者的折现率不是那么高。周期性公司某些年份以 20% 的速度增长，而在另外的一些年份里增速缩减，投资者感觉到它是一项风险较高的投资，所以当他们给股票估值时使用了较高的折现率，结果折现的现值比较低。

当你看风险性公司的时候，现金流价值的差异更大，风险性公司的现值比稳定性公司的现值少了差不多 8300 美元。不但风险性公司的大量现金流在未来可能无法兑现，而且我们对它们是否经营到未来的那个时候也没有多大把握，因此，我们要为此设定一个很高的折现率。

你现在已经知道折现现金流模型的基本原理。现金流现值决定于数量、时间选择和公司未来现金流的风险，而且这些是在你决定为一只股票付多少钱的时候你必须思考的三个条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《投资圣经：巴菲特的真实故事》



【美国】安迪·基尔帕特里克（1945~ ）

萨缪尔·巴特勒曾写道："社会进步基于人们渴望生存的本能而非收入。"巴菲特是巴特勒法则的一个例外。

在20世纪80年代后期，像伊凡·博斯基和迈克尔·米尔肯这样一些人利用内幕信息、大量负债、恐吓威胁以及欺骗伎俩从事投机活动，最终触犯了证券法。奥马哈市的美国第一资本合伙公司总裁迈克尔·延尼是巴菲特的朋友，他认为，在这个时代，"华尔街的贪婪超过了它的智慧"。

在这样一个狂躁不安的时代，巴菲特在做什么？他正在运作管理这样一些企业如《世界图书百科全书》出版公司、喜倍糖果公司和《布法罗新闻报》报社，购买可口可乐股票，他至今仍投资于这些企业。巴菲特总的投资理念并不只是"购买并持有"而是"购买并捂到底"。除了他的财富之外，巴菲特的投资思想和投资观念在世界上也极具影响力。

对于那些追求财富的人，巴菲特提出了两条具体原则：第一条原则，千万不要亏损；第二条原则，千万不要忘记第一条原则。一位伯克希尔迷提出了两条新的原则：第一条原则，千万不要抛售你的伯克希尔股票；第二条原则，千万不要忘记第一条原则。

——引自《投资圣经：巴菲特的真实故事》



沃伦·巴菲特，已经被大家公推为顶尖的投资圣手。无疑，他是最成功的投资家，所主持的伯克希尔·哈撒韦控股公司，在1965年初创时每股43美元，如果当时买进，现在获利早已突破了7万美元，平均年增长率超过30%。分析能力和风险决策能力能否跑赢证券的大市，是个见仁见智的问题，巴菲特的业绩打破了现代投资理论的铁则，足见他在投资方面确有过人之处。事实上，当今世界上纯然靠证券投资积累而成为超级富翁的，恐怕只有巴菲特一人。

大众之推崇巴菲特，不仅因为他的成功，尤其是出于对他的诚挚的敬佩，以及能够从他的睿智中汲取教益。人们尊他为"奥马哈的圣人"，也可以说是实至名归。巴菲特在美国投资人心中一向光明磊落，在2004年美国资深金融记者安迪·基尔帕特里克撰写的《投资圣经：巴菲特的真实故事》一书中，巴菲特被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

描绘成一个是朴素至极、刻苦正直、有敏锐头脑的投资人。全书通过巴菲特在证券投资中 200 多个最具典型意义的真实故事，将他在证券市场上的所思、所悟、所作、所为淋漓尽致地展现在我们的眼前。该书深受广大读者的推崇，被美国广大投资者誉为“具有永恒价值的股票投资圣经”。巴菲特本人也非常喜爱此书，他读完全书后，曾让助手主动与安迪联系，亲自参加了该书的签名售书活动。巴菲特先后三次参加该书的签名售书活动，为该书的权威性作了最好的鉴定。该书无论对国家领导，还是涉足、关心股市的平民百姓，都具有终身有益的借鉴作用；它将成为我国股市由衰转盛，走向繁荣的强大思想武器，也将成为我国 7000 万被深套股市的投资者转变择股理念，提高投资技巧，奔向小康的成功实践指路明灯。



开卷有益 KAIJUANYOUYI

沃伦·巴菲特是一位极富传奇色彩的股市投资奇才，在崇尚财富、成功、知识的美国，从 20 世纪 80 年代初期，人们就把巴菲特誉为“股神”、“投资奇才”……不仅他在证券市场上的一举一动，成为华尔街关注的焦点，就连他戴过的帽子，用过的钱包，在公益拍卖会上都拍到了 5 万美元和 21 万美元的天价，甚至连同巴菲特共进一次午餐的机会，也有人愿意高价竞拍。

美国资深金融记者安迪·基尔帕特里克用一个证券投资者的目光写成《投资圣经：巴菲特的真实故事》一书。该书将巴菲特 60 多年的传奇投资生涯，用 200 多个真实、生动的故事，朴素的语言寓理于事地娓娓道来。同时，该书还深入浅出地剖析了巴菲特的性格、禀赋。在书中，我们可以看到，巴菲特具有非凡的创造力、高尚的品格、敏捷的反应，以及大家都喜欢的幽默感。多年来，那些与他一起共事的数十位企业经理，除了退休或者病故之外，都一直追随着他。

2001 年美国股票市场泡沫破灭之后，巴菲特的价值投资理念和长期持股策略开始被人们广泛认同，社会公众又开始重新关注上市公司的收益、价格和价值。巴菲特在成立伯克希尔公司的 38 年中，公司的净资

投资界的“金箴”

巴菲特将自己的投资经营理念整理为 13 条原则，坦诚相教，不加伪饰，的确是混沌商界难得的一股清泉。这些原则无不能切中管理中常见问题的症结，因而被投资界推重为“金箴”，令人击节称赏。

1. “我们虽为公司法人代表，但和股东的关系有如合伙人，我们不过是经理合伙人而已。股东而不是公司才是资产的最终所有者，不论股份大小，凡是哈撒韦公司的股东，大家都是风雨同舟的伙伴。既是这样，我们对投资持长期态度,而股价的短期波动于我们就是无关宏旨的。除非时机成熟和价格特别有利，否则我们是不会增加投资额的。”

2. “作为风雨同舟的伙伴，董事会的每一位成员都把自己大部分财产投入公司，以示祸福同系。巴菲特家 99%，蒙格家 90% 以上的财产都投在公司里。虽然不能保证投资稳赚不赔，但我们把全部鸡蛋都放在这个篮子里的做法至少可以使大家放心，我们将全力以赴。同时我们也不会多拿，所有的盈利都将严格按股份比率分配。假如经营失算的话，我们也会按同一比率承担亏损。”

3. “我们从不用单纯的规模增长来衡量公司的绩效，而是以每股的成长来衡量。虽然我们知道随着资产的扩大，每股的成长会日趋缓慢，但期待成长率应超出美国大公司的平均水平，否则我们将深感失望。”

4. “对于收购公司，我们认为熊市似乎更能带来有利的机会。首先在熊市会压低价格，对收购有利；其次是比较容易找到买进的机会,以划算的价格收购经营出色的企业的一小部分，或者增加我们已经拥有的股份；第三，我们已拥有股份的一些公司会趁股价低迷之机进行股票回购，好处更显著。总之，从长远来讲，在股市下挫时我们往往获利更多。因此各位在股市下挫时不要惊慌或悲伤，对公司来说这反而是个好消息。”

5. “公司以参股形式持有一些大公司以及百分之百地拥有其他一些公司，但是会计准则所要求的合并报表的数字常常未能充分揭示

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产和市值又分别增长了近万倍。现在，该公司已名列全球资金最雄厚100家公司的第13位。这铁的事实不能不说是奇迹。巴菲特为信任他的投资理念、向他的公司投资的几十万的股东创造了高额回报，在美国、英国、德国、印度和加拿大等地的30多万名伯克希尔股东中培育了数以万计的百万富翁、千万富翁和亿万富翁。据统计，仅在巴菲特长期居住的奥马哈市，就孕育了200名巴菲特级的亿万富翁。

从《投资圣经：巴菲特的真实故事》一书，我们可以知道对于如何掌握投资学的门径，巴菲特从不故弄玄虚，他认为关键是要上好两门课：怎样来诠释股市的价格，以及如何准确评估一个企业。对于前者，巴菲特认为，若要在股市里成功，你不得不在别人惶恐时果断进取，在别人冒进时乘势收手，来逆向使用华尔街常说的惶恐和贪婪这两个投资的死敌。股民大众每每过于贪、怕、痴，唯有对这些人脑的缺陷善加洞察和利用，投资家才能在市场找到报酬丰厚的良机。他常说，市场几乎不可预测，但市场里充满着贪、怕、痴的人，则完全可以预测，而市场的真正价值在于提供了这类人犯错误时给你带来的机会。

无论是对涉足和关心证券市场的读者，还是证券公司、投资基金的专家，《投资圣经：巴菲特的真实故事》一书，都是一本极具价值的生动教材。此外，该书对上市公司、国有企业乃至所有企业的管理、运作，都有着难能可贵的借鉴作用。作者安迪·基尔帕特里克文笔生动，令读者爱不释手地阅读该书的同时，会倍感此书投资哲理的可读、可懂、可信、可学。



中国需要巴菲特



在我国股市出现“盛世危局”，举国上下都在热切地关注着股市规范、完善、发展的关键时期，读了《投资圣经：巴菲特的真实故事》一书，这本被美国金融家和广大投资者称为“具有永恒价值的投资圣经”的鸿篇巨著，掩卷细思，我常常被美国证券市场的资本配置功能，优质资

这些营业实体的经济含义。为此，我们特别再提供其他一些重要数据，并且逐一分析各个所属企业的强弱，使大家能够理解我们真正的业绩和状况，并做出各自的判断。”

6.“财务报表的结果并不能影响我们的运作和资金分配的决策。由于整个企业界总是把赢利情况在报表里全部列明的企业评估过高，高出那些将赢利数字隐含不报的企业通常有一倍之多。所以，在收购价格一样的情况下，我们宁愿收购赢利2元但隐含不报的企业而不去收购赢利1元却全部计入会计报表的企业。这是一个明智的选择，因为就总体和长期而言，前者的赢利能力终将通过资本增值全部反映到企业的内在价值上。”这是巴菲特投资术中最独特之处。他声誉卓著，且握有控制股权，所以能从长计议，不必在乎当期的业绩数字以取悦股民大众。巴菲特的内在价值，即“透视赢利”和他的“风险缓冲带”一样，是理解他投资经营哲学的最重要的概念之一。“透视赢利”方法和统一会计准则对于净收入有着不同的计算方法。简括地说，大致等于已记录在会计报表中的公司经营所得，减去资本增值及收购时的会计调整，再加上参股投资的那些子公司的盈余公积金部分。巴菲特坚信，像可口可乐这样经营良好的公司，不派分当期红利而以公积金方式保留利润，其实际的边际回报率更高，长期获利必将更加丰厚。

7.“我们尽量少借贷。假如必须借钱，我们会选择长期固定利率，不会因为一些借贷机会而改变资本结构，以至于举债过度。”

巴菲特声称不愿拿自己家族和股东的财产去冒风险，与其贪图一些低利贷款来粉饰眼下的股东回报率而担惊怕险，不如心里踏实睡得安稳。

8.“在组合投资时我们并没有自己的偏好，用你们和我们自己的钱来投资，标准只有一条，看该项投资能否增加公司每股的内在价值。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产的倍增效应和巴菲特的选股理念、投资技巧拍案叫绝。

像选妻子一样，选择自己熟悉、喜爱，又被市场低估的绩优股票，并长期持有，这就是巴菲特的价值投资理念。对此，他形象直白地说："我用屁股比用脑子赚的钱还要多。"

我国的股市自诞生至今，在机构、大户的操纵下，上演过一幕幕"炒消息"、"炒政策"、"炒亏损"、"炒低价"、"炒新股"等炒作概念的狂潮，模糊了大众投资者的视线，扭曲了正确的投资理念。在风云变换的美国证券市场，同样存在着各式各样美丽的陷阱，但巴菲特从不为之心动，他有着自己独特的选股标准。巴菲特认为：赚钱的秘诀不在冒险，而在于避险。他认为买股票同做生意是一样的道理。在生意成交前，首先要了解对方的各种情况，把钱交给一个诚实、守信、经营有方的人去管理。必须用企业合伙人的心态去选择购买股票。

为此，他坚持以价值投资为导向，几十年如一日。他擅长分析企业的基本面。总是反复、仔细地阅读候选股票的季报、年报和各种财务信息，甚至连竞争对手的情况也了如指掌。每次做出投资决定前，他总要在心里掂量20次以上，吃准了才动作。巴菲特购买吉列公司股份的理由是这样的："每当我在入睡之前，想到明天会有25亿男士不得不剃须的时候，我的心头就会涌出一丝喜悦。吉列刀片已有100多年历史。每年全世界要用掉200亿~210亿片刀片，其中的30%是吉列生产的，而市场销售价的60%属于吉列公司。吉列公司刀片的市场份额在有些国家达到了90%。"因此，他向吉列公司投入巨资，并一直持有至今。

巴菲特对"有效市场"理论存有异议，他选股的唯一标准就是优质。他重视现在和将要发生什么事。而对众多不确定因素，将在何时发生不作预测。他说过："我一直认为，从事经济预测工作的人，唯一的价值就是使得算命先生的存在具有合理性。"

巴菲特对经过深入研究，决定买入的极佳股票，并不在意当时股价的多少，总是一路买入，长期持有。他强烈反对短线投资，认为"短线投资等于就即将发生的事情进行赌博。如果你运用大量的资金进行短期投资，有可能血本无归。"他甚至形象地比喻："你不会每年都更换房子、孩子和老婆。为什么要卖出公司

---

9. "我们时时以投资结果来检验自己的良好意愿。我们定期评定公司的盈余公积金的绩效，每元公积金的市值至少得超过一元，即要求新投资的边际收益不递减。过去我们比较容易通过这个检验，但随着公司的扩大，今后要达到这个目标会困难一些。"巴菲特对经理把红利留存不派放给股东来支持扩张，而不问其效率如何，最不以为然。他认为这是判别经理是否诚实和能干的试金石。

10. "我们只以公平的价格来发行普通股。"在发行B股时，巴菲特坦诚地告诉股东，其价格并不便宜，一反证券市场吹嘘粉饰来促销的习俗。

11. "大家必须知道我们的投资理念，即使它有时会削弱公司的财务业绩。我们拥有好的企业，不管别人出价多好，我们都不会出售；对于低于平均水准的企业我们也采取容忍态度，不轻易割舍，尽量设法使其扭亏为盈。即使我们明白要拯救一个坏企业通常是徒劳的，经常重组资产却不是我们的风格。"一个有力的例证就是伯克希尔·哈撒韦本身。在被收购之初，伯克希尔·哈撒韦是个纺织品公司，经营了多年仍不见起色，巴菲特也是亏损了二十年，扭亏无望之后，才停办了纺织品部门的。

12. "我们一向主张对于股东，公司主管要知无不言，把有利和潜在的不利情况都据实报告。一个总裁如果误导大众，那么他最终也必误导他自己。"

13. "作为上述原则的补充，我们有必要告诉大家，好的投资机会十分难得，好的投资策略更为宝贵，因此在竞争的环境中，我们不会将股票的具体买卖和盘托出。要是外界有流言揣测，我们也只能'无可奉告'，除非法律要求必须说明。虽然我们不愿谈具体操作细节，但就经营投资之道我们还是尽量和各位分享。各位大概已经知道，我从格拉厄姆的智慧中学到极多，他是金融管理史上一位最伟大的导师。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（股票）呢？”

读完此书，百感交集。我在心中千百遍地呼喊：“中国需要巴菲特！”那些处于股票深套痛苦、迷茫中的朋友们：当你认真读完此书，再用巴菲特的投资理念，重新审视一下我国今天的证券市场，你会欣喜地发现：经过漫漫熊市调整的中国股市，许多绩优、蓝筹股票的价格，已被熊市情结严重地扭曲和低估，今天的股市已是“遍地黄金”的最佳入市时机。试想，在我国经济已经驶入健康发展的快车道，而每份1元钱左右净资产的投资基金，跌到今天的6角钱左右时，它的市场风险还会有多大呢？这与当年将1元面值的国库券，兑换成6角现金的愚蠢之举有何区别？还犹豫什么？像巴菲特那样勇敢地入市吧！（刘莉生）



下一个10亿美元的开始

最近读了《投资圣经：巴菲特的真实故事》一书，受益匪浅。书中讲述了1956年5月1日成立合伙公司的时候，巴菲特只有25岁，他的小公司只有7个有限责任合伙人——4个家庭成员和3个好朋友，他们投入了10.5万美元。巴菲特说：“第一批投资者非常信任我。他们一直都对我充满信心。任何一个人都不可能说服我婶婶卖掉股票，即使你拿着铁棍威胁她也没用。”（在书中列举了早期投资者获得了巨额的回报）在其合伙公司早期经营阶段，巴菲特同一位商人进行接触并请求他投资1万美元。这个商人告诉他的妻子说他想这么做，但是他妻子告诉他说，他们拿不出1万美元。“我们可以借钱。”他说。“根本不可能。”他的妻子回答说。今天，这个商人的儿子哀叹说他的父母没有跟巴菲特一起投资，从而错失了成为百万富翁的机会，并补充说：“从那以后，我们一直都在辛苦工作来维持生计。”

有一次，记者鲍勃·伍德沃德曾经向巴菲特讨教怎样才能赚到更多的钱，巴菲特给他的建议就是去投资。鲍勃·伍德沃德对巴菲特说：“可是我对投资一无所知。”巴菲特对鲍勃·伍德沃德说：“不，你是知道的。投资的一切就是做出一份调查报告。投资就是做报道。”我们绝大多数人都是业余投资者，就像鲍勃·伍德沃德一样，对投资一无所知。而只有投资才能赚到更多的钱，就是“让金钱为你工作”。而投资最关键的就是系统地阅读一份调查报告，这份报告必须是客观和全面的资料。很多人会有个习惯，就是跟自己所谓的家人和朋友去了解，结果得到的是“不可以这样做”等反对意见。问题的关键是他们并不了解，就加以判断。罗伯特·清崎在《致富的秘密》里讲到：要小心地选择你的朋友（合作伙伴），因为在你成功的时候，有多少人是曾经想要阻止你的人呀，他们嫉妒你的成功。因此要咨询，一定要正确地咨询，问对人并问对问题。正如巴菲特说：你是对还是错并不依赖于别人的认可。因为你的依据和推论是对的，所以你是正确的，这是使你正确的唯一原因。判断力从一开始就使巴菲特的大量工作极具成效。

当巴菲特被要求给年轻的投资者们提些建议时，他解释道：“把股票看成是生意，要寻找那些你能够理解的、有你信任的人经营的而且使人感到舒服的企业，并长期持有它们。”巴菲特坚持以价值投资为导向，数十年如一日。他所投资的企业往往具有如下特征：一是业务简单明了，发展前景看好；二是竞争优势明显，具有持久的竞争力，例如行业地位突出、品牌知名度高、以低成本经营等；三是企业很少负债，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

或是没有负债；四是赢利能力很强，净现金流持续而又稳定；五是经营管理有方，经理人员诚实、能干。

20世纪80年代中期的某一天，巴菲特登上奥马哈市中心的基威特大厦的电梯。他要去14楼的办公室。电梯的地板上有一分钱，基威特建筑集团的员工都没有注意到。巴菲特弯下腰，把1分钱拣了起来。他说“这是下一个10亿美元的开始”。

巴菲特尽管是世界次富，但生活很节俭，从不浪费自己和投资人的金钱。因此我们所要做的就是理解资产与负债的概念，把每一分钱都进行有效的运用，创造价值，正如罗伯特清崎所讲的“要创造投资”。除了钱之外，有效地利用人际关系和时间，也是在“创造投资”。

记住：人脉就是钱脉，时间就是账户。（佚 名）



为大师作传



安迪·基尔帕特里克，1965年毕业于华盛顿大学，后在美国佛蒙特大学获得文学硕士学位，并在美国海军服役三年，其父是《华盛顿邮报》长驻白宫记者，并著有数本美国总统传记。安迪大学毕业后，继承父业，在伯明翰市担任金融记者20年之久。现为伯明翰市保城证券公司股票经纪人。

安迪既是伯明翰市保城证券公司的一名股东，又是巴菲特的忠实朋友。从1980年开始，他就开始关注和研究巴菲特的投资理论和策略，并准备撰写巴菲特传记。当他将写作计划交给巴菲特时，开始，巴菲特表示“既不支持，也不反对”，但转告安迪，说他要找人合作写一本全面反映本人从事证券投资的自传。安迪并未受到巴菲特婉拒的影响，经过10多年的潜心采访和写作，于1992年推出了第一本《巴菲特传记》。此后每两年推出一本《巴菲特系列传记》。《投资圣经：巴菲特的真实故事》是安迪集已出版的5本《巴菲特系列传记》之大成，按编年体例编写，出版后受到巴菲特的肯定。此外，他于2002年底推出的《巴菲特投资纪实故事集》也受到了读者的好评。



简单、传统和节俭



巴菲特说，“我们喜欢简单的企业”。在伯克希尔公司下属那些获取巨额利润的企业中，没有哪个企业是从事研究和开发工作的。关于简单企业的解释就是“我们公司生产浓缩糖浆，在某些情况下直接制成饮料，我们把它卖给那些获得授权的批发商和少数零售商进行瓶装和罐装”。这就是可口可乐公司1999年年报中关于公司主营业务的解说词，一个多世纪以来，这句解说词一直出现在它的每份年报当中。简单和永恒正是巴菲特从一家企业里挖掘出来并珍藏的东西。作为一名矢志不渝的公司收购者，巴菲特喜欢收购企业，不喜欢出售企业，对那些拥有大型工厂、技术变化很快的企业通常退避三舍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特也不喜欢雇员跳槽。伯克希尔公司在过去的35年里很少有哪个企业的经理离职，除非他病故或者退休。同样地，巴菲特本人也没有太大的变化，衣食住行依然如故。1999年，为了向一家慈善机构奥马哈孤儿院捐款，他拍卖了他的裤后袋钱包，在此前的20年里，他一直使用这个破旧的钱包。正如巴菲特所解释的那样："这个钱包没有什么特别之处。它的历史可以追溯到很久以前。我的西服是旧的，我的钱包是旧的，我的汽车也是旧的。1958年以来，我就一直住在这栋旧房子里，因此，我保有这些东西。"这位全球最富有的人在他的钱包里到底装了多少钱？"我来看看"，他一边说，一边打开钱包，大约数了8张100美元的钞票。他说："我一般在钱包里放1000美元左右。"

在2001年之前，伯克希尔公司的净资产收益率从未出现过负值，并且创造了一个29.5%的综合收益率。可是，这种年年好运因"9·11"恐怖分子的袭击而消失。公司大量持有的可口可乐股票和美国运通股票出现了前所未有的亏损。公司自身的股票实际上只获得大约7%的收益，公司的账面价值下降了6.2%，但仍好于跌幅达11.9%的标准普尔指数。2001年伯克希尔公司年报开头这样写道："2001年，伯克希尔公司的净资产损失达37.7亿美元，我们的A类股票和B类股票的每股价值双双下降6.2%"。

巴菲特通过一些重大而又成功的投资决策创造了伯克希尔公司。公司一半以上的净资产归功于10次左右的重大投资行动。巴菲特几乎总是在经济困难时期以低廉的价格收购企业，然后长期持有。在某些投资季报当中，长期是指截至下一季度收益的结算日或公布日。然而，巴菲特现在持有的许多投资品种时间长达数年、数十年，经历了经济景气和不景气时期，直至迎来辉煌灿烂的那一天。巴菲特是一位马拉松式的投资健将，投资机会来临时，他四处出击，力求收购到一个更大的企业。

除了巴菲特持有的企业、股票、债券以及现金这些价值之外，还有一些价值更大的东西。

例如，不要铺张浪费。如果巴菲特每年给自己发1000万美元薪水，相信伯克希尔公司的股东们不会有人站出来反对。他的年薪20多年来一直都维持在10万美元（没有股票期权，也没有奖金分红），在"《财富》500强"所有的首席执行官当中，他的薪水最低，但他是全球表现最佳的基金经理。他管理运作伯克希尔公司已有27年的时间，他是美国大公司任职时间最长的一位首席执行官。

有一个"大特写"是写给伯克希尔股东们看的：巴菲特就是你的合伙人，他在为你勤奋工作。他没有利用股东们的共同财产为自己建造任何纪念物，没有巴菲特高塔，没有巴菲特大厦，没有巴菲特机场，没有巴菲特大街，也没有巴菲特动物园。

虽然伯克希尔公司成绩卓著，巴菲特声名远扬，但是，华尔街仍然不把伯克希尔股票放在眼里。几乎没有哪位证券分析师跟踪它，股票经纪人几乎从来不向投资者推荐它。很少有哪家媒体把它作为一种股票投资品种加以宣传报道。甚至连那些重要的蓝筹股公司名单也不曾提及它。

在看似平常的年报里，没有一张照片，没有直方图，也没有曲线图。伯克希尔迷非常熟悉这种年报，它诙谐幽默，既有对商界和人性的洞察，也有对伯克希尔公司各类企业经理们的赞扬，还有别的一些公司年报所缺乏的坦率。如果巴菲特编写年报有误，他就首先认错。巴菲特撰写的年报极富文采，精辟地评述了伯克希尔所拥有的主要财产以及公司投在美国一些优秀企业中的、价值大多在10亿美元以上的巨额资产。这些企业包括可口可乐、吉列公司、美国运通、富国银行、《华盛顿邮报》公司、穆迪公司和布洛克公司，这是一次盛大的知名企业展示。这些年报文风独特、妙趣横生，人类智慧的思想火花随处可见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伯克希尔公司的股东年会也非常特别。来自世界各地的股东约有 1 万~1.5 万人，这帮快乐的股东们每年春天朝圣般涌向奥马哈的投资圣殿。巴菲特撇开公司业务不谈，开会时间仅仅用了 5~10 分钟，然后用整整一天的时间来回答股东们的提问。巴菲特不爱抛头露面，不喜欢张扬个性，生活方式保持低调。他把他的生活准则描述为："简单、传统和节俭。"



目标：超过道琼斯工业指数 10 个百分点

1962 年，巴菲特把他的合伙公司搬到了基威特大厦 810 号，到那时，足以耀人的是公司雇用了第一个雇员，比尔·斯科特。到 1993 年退休前，比尔·斯科特一直经营管理伯克希尔公司的股票业务。现在他仍然持有伯克希尔公司以及海外他自己的慈善机构的股份。

在 1964 年，巴菲特的合伙公司已平均投资 98430 美元，在奥马哈排名第 440 位。假如那些投资还在的话，那 98430 美元到今天已增长到 1.12 亿美元。

1965 年，巴菲特告诉他的父母说："如果我们的纪录高于市场平均值的话，那么不论盈利还是亏损，我们都认为是红火的一年。如果我们的业绩低于市场平均值的话，人们可以公开表示对我们的不满。"

到 1969 年，合营公司的资产已增长到 1.0443 亿美元。

从经营初期，公司的花费就是一件麻烦的事情。从 1963 年～1969 年间，房租从当初的 3947 美元增长到 5823 美元。应交纳的税款和债券认购书等费用也从 900 美元上升到 994 美元。"至少局势还没有完全失去控制"，巴菲特在 1969 年 1 月 22 日的企业备忘录这样写道。

与此同时，1963 年 11 月 13 日，尤恩·布拉德斯特里特的一份报告对这个刚刚起步的企业给予认可："稳定的股票量，良好的运行状况。"

巴菲特合伙公司得到了信誉卓著这样一句话的描述："由于这种商业行为的特点不是追求普通的商业信用，而是维持当地最高支付能力的纪录。"

至于公司的财务状况，据报道在 1963 年初，公司拥有价值 94 万美元的资产，"包括现金资源，有价证券以及所做的其他一些投资。公司的运行状况依然保持良好的势头"。

当时合伙公司共有 90 多个有限责任合伙人。

在他 1964 年 1 月 18 日的信中，巴菲特报告说，当年公司是以 1745 万美元的资金开始运行的。"苏西和我在公司里有 239 万美元的投资。第一次，为了支付每个月的开支，我不得不抽出一部分资金，但是，你别无选择，否则就会让美国国税局失望。"

两年后他写道："苏西和我投资了 685 万美元，这让我连下午溜出去看场电影的机会都没有。"

那个时候，巴菲特总是谈论他公司的三大投资方向：

1. 股票——买入价值被低估的股票，然后长期持有。

2. 债券——买入未到期的债券，利用企业合并或重建等机会进行套利交易。

3. 企业控制权——拥有相当数量的股份，获取企业的控制权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在此期间，巴菲特说："我们喜欢良好的管理——我们喜欢体面的行业——我们喜欢在原有的静态的管理模式或是股东群体中有一定程度的'动荡'。但是，我们需要有价值。"

1956 年，对于迪姆皮斯特米尔制造公司，一家农用设备制造厂，是一项按照"一般性股票"购进的估值偏低的投资。巴菲特报告说，股票按照每股 18 美元的价格售出，附带有大约 72 美元的账面价值。

一位伯克希尔公司的股东认为，对于迪姆皮斯特米尔制造公司的所有行为都是按照这些原则进行：按照账面价格的四分之一收购那家公司，清算账面价格的实际剩余部分并用来进行投资，向没有举债经营的公司借钱以求进一步投资，接着形成自己的核心商业。

随后的 5 年里，巴菲特继续小量地购买股票，到 1961 年年中，巴菲特合伙公司的股份已占到全公司的 70%以上。

事情进展得并不特别顺利，那时巴菲特邀请哈里·鲍特尔到他的合伙公司工作，后来哈里成了伯克希尔公司的一名投资者。鲍特尔现在有时仍然会突然出现，为巴菲特在经营上出谋划策。两年后那家后来被命名为比阿特丽斯第一公司的商业被卖出。

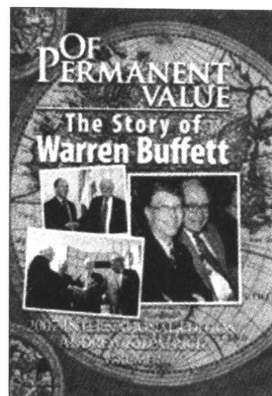
由于它是内布拉斯加州比阿特丽斯市最大的一家公司，比阿特丽斯市为巴菲特获取金融股提供资金帮助。

到 1965 年，巴菲特合伙公司的净资产——通过股东们的不断加入和它自身的增长——从 10 年前的 10.5 万美元增长到了 2600 万美元。巴菲特在春天举行了庆祝活动，另外租用了一间 227 平方英尺，相当于普通房间大小的地方作为公司的总部。

"1965 年，我们在针对贫穷的战斗上是非常成功的。尤其是，年底我们的收益比预计多了 1230 万美元。"巴菲特在 1966 年 1 月 20 日给他父母的信中写道。那一年（1965 年），当道琼斯工业指数上升了 14.2%，巴菲特的合伙公司的业务已进入到国际市场。"我们的收益率高达 47.2%！"巴菲特在开始的时候就说，"民主是一件很伟大的事情，但在投资决策方面却是个例外。"

尽管巴菲特告诉过他的合伙人说，他的目标是超过道琼斯工业指数 10 个百分点，事实上，超过了将近 20 个百分点。从 1957 年～1965 年，一般地说，道琼斯工业指数每年的上升幅度为 11.4%。但是，巴菲特合伙公司的年投资回报率却保持在 29.8%。不仅实现了预定目标，并且超过了预定目标。

"现在我感觉到，数量的增加使我们越来越处于不利的地位。"他说。他几乎每一年都这么说，这句话他说了 30 多年了。但是，巴菲特合伙公司的平均年资金回收率仍维持在 20%以上，直到最近几年才有所下降。



《投资圣经：巴菲特的真实故事》英文版封面

1962 年，当伯克希尔的股价在营运资本方面只有 16 美元一股的时候，巴菲特合伙公司就开始以每股不到 8 美元的价格购买伯克希尔·哈撒韦公司的股票。

关于伯克希尔股票，巴菲特在 1966 年 1 月 20 日写道：

1962 年，我们以每股 7.6 美元的价格开始购买伯克希尔股票，这个价格在某种程度上反映了这样一个问题，即一些纺织厂在关闭期间由于实行优先管理政策，再加上纺织业内部条件的变化所造成的巨大损失，使得有些纺织厂陷入瘫痪（旧的管理模式一直很难得到人们的认可）。战后时期，公司的经营状况下跌很快，在 1948 年跌落到最低点，税前收入为 295 万美元，雇佣了 11000 名工人，这反映出了当时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

11 家纺织厂的总产量。

1965 年春天，我们获得公司控制权的时候，伯克希尔公司只剩下两家纺织厂，大约 2300 名员工。我们惊喜地发现，所剩的这两家工厂都有非常优秀的管理人员。我们根本不需要从外面聘用管理人员。关于我们开始的每股 7.6 美元的购置成本（实际成本尽管为 14.86 美元，在 1965 年早期算得上是一笔很大的买卖），1965 年 12 月 31 日仅净营运资本方面（不包括工厂及设备在内）就达到了每股 19 美元。

拥有伯克希尔公司是一件让人高兴的事情。毫无疑问，纺织业的经营状态是决定商业赚钱能力大小的一个主要因素，但是非常幸运的是，我们让肯·蔡斯用一流的方式来经营这个纺织厂，同时我们还将让几位最好的销售员各自负责有关产品的销售。

尽管伯克希尔在竞争激烈的市场上，很难做到像施乐复印机、好孩子照相机或国立录像机一样具有很强的赚钱能力，但是，它是一笔相当不错的财产，就像我那位来自西海岸的（巴菲特还邀请了一位来自东海岸的哲学家）哲学家所说的那样，“在吃奶油干酪的同时，吃点以麦片为主的特种饮食也是不错的”。



股票回购——巴菲特的独到之处

“安德鲁·梅耶常常提醒我要当心沃伦·巴菲特这个人。”凯瑟林·格雷厄姆女士回想起当时的情形说，“他认为所有从事公司收购的人都是在自寻烦恼。但是，在我对巴菲特进行了认真研究和了解之后，我认为自己非常幸运，因为他是一个非常易于交往、同时也是一个令人尊敬的人。”

尽管巴菲特一直在劝说格雷厄姆女士，但是梅耶始终追着她询问，“你的老板到底怎么样?”

巴菲特在完成了向《华盛顿邮报》公司的投资之后，格雷厄姆女士仍然对这位购买了《华盛顿邮报》公司巨额股份的人心存疑虑，于是，巴菲特给她写了一封信。他在信中坦诚地告诉格雷厄姆女士，自己不会危及她在公司中的地位，他很清楚格雷厄姆女士可以通过自己所持有 A 股股票控制着公司的主要经营。

“我知道，《华盛顿邮报》的控制权和管理权属于格雷厄姆。这很符合我的意愿。”巴菲特在信中是这样说的。这封信后来被人们戏称为《亲爱的格雷厄姆女士》。但是，有一件事至少可以在一定程度上解释这个问题：巴菲特可以提醒她，25 年前自己曾经在《华盛顿邮报》做过报童。顺便还可以提一句，巴菲特在 40 年代做报童所积攒起来的钱，为自己创造了一半的原始投资资金。

“巴菲特在 1971 年就曾经请凯的一位朋友查尔斯·皮特斯，帮助自己引见格雷厄姆女士。巴菲特之所以想认识格雷厄姆有一个特殊的原因：他当时拥有《纽约人》杂志的股票，他正打算出售这些股票，同时他希望能够劝说格雷厄姆承接这些股票，他认为《华盛顿邮报》最适合成为这份杂志的所有者。格雷厄姆对他的建议并没有表现出应有的兴趣。”

凯瑟林·格雷厄姆在《我的历史》一书中说，他们的第二次见面，是在洛杉矶《时代》周刊的办公室里。这次见面是在巴菲特收购《华盛顿邮报》的股份之后。巴菲特再一次向格雷厄姆表示，绝对不会干涉《华盛顿邮报》的内部事务，凯瑟林·格雷厄姆邀请巴菲特到华盛顿共进晚餐，并参观一下《华盛顿邮报》公司。于是，巴菲特成为了她的商业顾问。从此以后，他们之间建立了一种深厚的友谊和相互依赖的利益关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1974年6月末……“我参加了一次在洛杉矶召开的分析家会议之后，顺便到拉古纳海滩拜访了沃伦和苏西夫妇。沃伦一家对我的到来感到非常兴奋，尽管他们从1962年以来，就一直住在拉古纳海滩，但是从来没有听说过他曾经去过海边，这一次，他们一家已经准备好了海滩太阳伞和游泳衣，他们希望我能在这里度过一个非常愉快的假日。他说，我的到来‘给他们一家带来了无比的兴奋……因为与他们一家过去的生活规律相比，这一次我希望能够有最大限度的灵活性’，我在这里的两天非常紧张，但是也非常愉快，我们探讨了很多问题，包括他加入《华盛顿邮报》公司董事会的可能性。”

1974年，巴菲特被任命为《华盛顿邮报》公司的董事，并主持财务委员会的工作。不久，他提议回购《华盛顿邮报》公司的股票。

我在这些年所采取的措施、巴菲特在财务金融方面提出的建议，以及我们之间的经常性沟通发挥着关键性的作用。但是我认为最重要的仍然是，他劝说我回购公司股票，这让我们受益匪浅。以前我对此一直将信将疑。虽然回购在今天已经成为司空见惯的事情，但是在70年代中期，还没有几家公司会采取这样的措施。当时我认为，如果以公司全部的资金购买自己发行在外的股票，那么公司的成长能力将会大受影响。沃伦为我提供了各个方面的数据，通过这些数字向我说明了这一措施不仅可以从长期为公司带来收益，甚至使公司在短期内就可以从中受益。他反复强调，目前的股票价格如何低于真实价值，回购措施与目前所采取的各种方案相比，如何具有其特殊的优势。他让我逐渐明白了这一点：如果我们回购《华盛顿邮报》公司1%股票的话，我们就可以以更低的价格拥有更多的股份。于是我认为我们的确有必要这样做。

格雷厄姆女士后来曾经说，“和巴菲特在一起，你永远会感到愉快和有趣。”

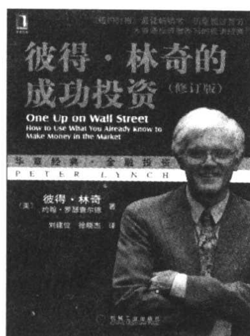
这就是巴菲特的发明——股票回购——同时也是巴菲特的独到之处，充分体现在《华盛顿邮报》公司中。从1975年到1992年，《华盛顿邮报》公司一共回购了发行在外的43%的股票，平均回购成本为每股60美元。也就是说，公司只用相当于现值1/10的价格回购了超过40%的股份。到2000年为止，《华盛顿邮报》公司已经购回了一半的股票，这意味着所有公司股东拥有的股票价值是实际资产的二倍。

此外，巴菲特还建议应该把《华盛顿邮报》公司现有的养老金基金，从大银行转为由以价值增值为导向的基金管理人管理。在把基金转为有价值型管理者管理之后，尽管《华盛顿邮报》公司要求基金管理人至少把全部资金的25%用于债券投资，但是整个基金的投资回报率仍然非常可观。

在一个周末（1979年的一天），沃伦和我一起开车去格兰·维尔比，当时他小心翼翼地向我透露了一个消息，他的要好朋友、同时也是投资家的比尔·鲁恩和桑迪·高特斯曼已经为自己和他们的客户购买了大量的《华盛顿邮报》公司股票，最近他们准备出售价值几千万美元的股票。鲁恩目前管理着塞奎亚基金，高特斯曼是第一曼哈顿公司的合伙人，他们正在筹划出售自己所持有的《华盛顿邮报》公司股票。

过了很长时间之后，沃伦和我有一次谈到了女人在工作中常常流泪的问题，我马上想到了我们曾经一起去格兰·维尔比的事情。他笑着说：“当然还记得，那一次我们可是赚了几百万美元。下一次流眼泪的时候一定要先给我打电话。”他又说：“我们可以从另外一个角度看这个问题，凯，如果你当时没有买入的话，我恐怕要哭了，总之看来，在我们两个当中，总有一个要哭的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《彼得·林奇的成功投资》

【美国】彼得·林奇（1944～　）

选股无诀窍。尽管很多人称其做投资的损失归因于自己生就不谙投资，认为其他人天生就会投资，但是我的个人经历却与此恰恰相反。我不像人们所认为的如婴儿时的贝利就会玩足球那样，在咿呀学语时就接触到自动行情报价机和报纸上的股票版。

股票投资是一门艺术，而不是一门科学，因此一个受过严格量化教育的人在投资时往往会有更大的不利。如果选择股票这项工作可以量化，那么你只需把时间花在计算机上就可以赚大钱。但事实上这种做法并不奏效。我们做股票投资所需要的全部数学知识（例如克莱斯勒汽车公司拥有10亿美元现金，5亿美元长期债务等）在上小学四年级时就已经学会了。

如果仅仅是因为逻辑学教会了我分辨华尔街特有的不合逻辑性，那么它应该是在选股方面对我帮助最大的一门学科。事实上华尔街的思想方式就跟古希腊人的行为方式一模一样。古希腊人习惯于长时间坐在一起争论一匹马到底有多少牙齿。他们认为只要坐在那里争论而不用找一匹马亲自数数就可以得到答案。而华尔街的情况则是许多投资者只是坐在一起争论股价是否会上涨，似乎不用考察公司的情况而只靠冥思苦想就能找到答案。

在过去的几个世纪里，当太阳升起时，听到公鸡报晓的人认为是鸡叫导致了日出。现在这听起来确实很愚蠢，但每天专家们对于股市上涨原因所提供的一些新解释则混淆了华尔街股市行情的因果关系；底线正在上扬，某一球队赢得了超级杯赛。日本人不高兴了，趋势线已被打破，共和党人将赢得竞选，股票正在热卖等等。每次我听到这些理论时，我总会想起这个公鸡报晓的故事。

——引自《彼得·林奇的成功投资》



打算在股市长期投资的人，恐怕都无法忽略彼得·林奇这个名字，彼得·林奇是美国乃至全球首屈一指的投资专家，他对共同基金的贡献，就像乔丹对篮球的贡献，他把投资变成了一种艺术，并提升到一个新的境界。彼得·林奇在担任麦哲伦基金经理人职务的13年间，使麦哲伦基金从名不见经传的小基金成长为120亿美元的全球最大基金，13年的时间里基金收益高达29%年复利。在股市的历史里，几乎无人能出其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

右。作为历史上最为传奇的基金经理，彼得·林奇不仅在基金投资上颇有投资心得，同时他还是个高产作家，1990年，彼得·林奇退休，开始总结自己的投资经验，陆续出版了《彼得·林奇的成功投资》、《战胜华尔街》、《学以致富》等著作，轰动华尔街，成为长盛不衰的投资类畅销书。尤其是《彼得·林奇的成功投资》一书几乎囊括了他的全部投资智慧，成为全球业余投资者推崇的投资经典读物。

专家和大师的区别是大师总是能够把复杂的事情用简单易懂的通俗语言来解释清楚。对于找寻值得投资的股票，彼得·林奇往往是从生活中和身边的事情开始，从生活中发现的畅销产品挖掘出能够上涨几倍的潜力股票正是彼得·林奇的强项。而《彼得·林奇的成功投资》一书正是告诉我们，如何从日常经济生活中发现并找到最具投资价值的上市公司，如何分析其业务、财务等基本面情况。该书出版后的10年间，销量超过百万册，畅销全球。





基本分析书籍中，除了格雷厄姆、费雪和巴菲特的作品是必读之作外，彼得·林奇的著作也是必读之作之一。美国共同基金之父罗伊·纽伯格在60多年的投资生涯中，没有一年赔过钱。纽伯格在他的自传《世纪炒股赢家》中是这样描述的：“我认为巴菲特与彼得·林奇是现代社会最伟大的两位投资者。连同索罗斯一起，我想用‘天才’这个词形容他们。如果让我选择谁是最完美无缺的。整体来看，我只会选择彼得·林奇。”

《彼得·林奇的成功投资》是一本内行写给外行看的股票投资课本，通俗易懂，这是很多同类图书所不及的。彼得·林奇一直以他的选股能力而著称，他有一句名言：只要用心对股票做一点点研究，普通投资者也能成为股票投资专家，并且在选股方面的成绩能像华尔街的专家一样出色。林奇认为，对于外行人来说投资机会随处可见。只要仔细观察一下商业的发展趋势，留心一下周围的世界，从购物中心到自己工作的地方，你就可以比专业分析人员更早地发现那些潜在的会大获成功的公司。

《彼得·林奇的成功投资》这本书详细阐述了如何选择发展前景良好的公司的股票，由三部分构成。第一部分，投资前的准备工作（第1~5章），主要讲述个人投资者如何评价自己作为选股者的能力，怎样估计竞争对手情况（包括资产组合管理人员，机构投资者以及华尔街的一些专家），如何比较股票与债券的风险大小，怎样估计自己的资金需求以及如何形成一个普遍适用的成功选股策略。第二部分，选择发展前景良好的公司的股票（第6~15章），主要讲述如何找到最佳的赚钱机会，在去公司参观时应该查看什么、避开什么，如何才能更加有效地发挥经纪人的作用，如何使用年报进行分析，如何利用那些能带来最好收益的其他资源，以及如何对待那些经常在股票的技术分析中用到的各种数据（如市盈率、账面价值、现金流等等）。第三部分，长期投资观点（第16~20章），主要讲述了如何设计资产组合，如何跟踪分析自己已经感兴趣公司的情况，何时是减仓和补仓的最佳时机，期权和期货的不利之处，对华尔街健康发展所提的几点建议，美国的企业以及股票市场，此外，彼得·林奇还讲述了自己20年的投资生涯中所经历过的一些事情。

彼得·林奇的投资理念可以用简单的一句话来概括，那就是好公司的股票迟早会有良好的表现。因而他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

崇尚对上市公司的分析和调查，当然，林奇并不认为对上市公司的分析和调查需要怎样高深的知识和方法，这并不是基金经理们的特权，相反他认为每一个普通的投资者只要用自己3%的脑力就能在选择股票的时候，和那些处在平均水平之上的华尔街专业人员选得一样好。

对于找寻值得投资的股票，彼得·林奇往往是从生活中和身边的事情开始，其主要思路就是产品—上市公司—股票这个顺序。从生活中发现的畅销产品挖掘出能够上涨几倍的潜力股票正是彼得·林奇的强项。关于如何寻找赚钱的股票，彼得·林奇还有很多独特的方法，比如他将上市公司分成六种不同的类型：稳定缓慢增长型、大笨象型、快速增长型、周期型、资产富余型以及转型困境型。这六类公司被形象地类比成为工作稳定的工薪族、高收入的执牌律师和牙医、旅游景区的酒店老板、尚未得志的演艺明星、不停奋斗的潦倒者或失业者以及含着金钥匙出生的家族财富继承者，形象地描述了这六类上市公司的突出特点。这六种不同类型有着不同的特点和投资方法，而且林奇对不同类型公司股票的预期收益也不同。这是一种相当简单的分类和框架模型，这种模型的好处就是会减少投资者对不同类型股票的不切实际的期望。比如，如果投资者持有的是缓慢增长型的股票，那么就不应该指望它会有多么了不起的表现，相反，如果投资者持有的是快速增长型，那么就不应该轻易地将其卖出。

《彼得·林奇的成功投资》一书可以说是投资者必备的国际畅销书。彼得·林奇用浅显生动的语言向广大的中小投资者提供了简单易学的投资分析方法，这些方法是他多年的经验总结，具有很强的实践性，对于业余投资者来说尤为有益。虽然该书的第一版于1989年出版，比中国股市的历史还要长，但是书中的内容到现在也丝毫没有落伍之处。彼得·林奇分析了常见的投资心理误区，以帮助投资者避开投资陷阱，书中没有深奥的理论，让一窍不通的投资者也能心领神会。



像大师一样思考和投资



大师的本事，就在于总能把复杂的事情用最通俗的语言说出来。投资股票的门槛并不高，所谓的专家也数不胜数，不过真正的大师就那么多，彼得·林奇就是绝对的大师。

《彼得·林奇的成功投资》第一版成书于1989年，出版后不久林奇接到了一个电话：“我是奥马哈的沃伦·巴菲特，我刚刚读完你的书，我非常喜欢。”今天我们可以见到的中文版本是林奇重新修订过的千禧纪念版。

研究一个世纪的历史，其实市场并没有改变很多。因此，如果你准备在中国又一个大牛市中进入股市，最好还是先读过这本经典。或者，你需要隔了一段时间后重读这本经典。经典的好处就在于“经久”，不会浪费你的时间。

《彼得·林奇的成功投资》，是林奇1989年担任麦哲伦基金经理期间专门为业余投资者所写，以鼓励他们的信心并向他们提供基本的投资知识。随后10年，此书重印30次销量超过100万。林奇2000年对本书进行修订，畅销数仍然是上百万册。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一般业余投资者在进入股市时，面对经过多年专业教育和训练并且资金实力庞大、研究水平很高的专业投资者总是感到非常胆怯，甚至总想了解专业投资者的动向，总想听他们的建议跟风搭便车。

林奇的第一条投资准则就是：千万不要听信任何专业投资者的投资建议。“在投资这一行20年的从业经验使我确信，任何一位普普通通的业余投资者只要动用3%的智力，所选股票的投资回报就能超过华尔街投资专家的平均业绩水平，即使不能超过这些专家，起码也会同样出色。”原因是“业余投资者没有专业投资者那样内部或外部的各种限制和监管，也没有投资理论和教条的束缚，更有机会在生活中早于专业投资者好几年发现最有成长性的好公司，从而有机会提前买入上涨数十倍大牛股”。林奇将他本人能够取得远远超过其他基金管理人的秘诀归结于：“我想要买入的股票，恰恰是那些传统的基金经理人想要回避的股票。我将继续尽可能总像一个业余投资者那样思考选股。”

林奇用日常生活中最普通的生活常识来教导读者如何利用自身的优势选股。身为基金经理人他坦承：如果你平时在自己工作的场所或者附近的购物中心时能够保持一半的警觉，就可以从中发现表现非常出众的优秀公司，而且你的发现要远远早于华尔街的投资专家。

任何一位随身携带信用卡的消费者，实际上在平时频繁的消费活动中已经对数十家公司进行了大量的基本面分析，如果你正好就在这个行业工作，那么你对这个行业的公司进行分析就更加如鱼得水了，你日常生活的环境正是你寻找“10倍股”的最佳地方。在富达公司工作期间，林奇就是一次又一次地从日常生活中发现了一个又一个10倍股。

此外，林奇不仅告诉了我们应该做什么，更重要的是告诉了我们不应该做什么。他指出了业余投资者常见的投资心理误区，以帮助投资者避开导致严重亏损的投资陷阱。“在投资任何股票之前，投资者都应该先问自己以下3个问题：我有一套房子吗？我未来需要钱吗？我具备股票投资成功所具备的个人素质吗？林奇坚信，投资者对于以上这三个问题如何回答，要比投资者在《华尔街日报》上读到的任何信息都重要。

最重要的是，林奇告诉我们，在他从事投资的几十年里他本人和那么多的专家没有一个人能够预测股市，所以千万不要预测股市。

这些都是金玉良言，能够帮助业余投资者避开投资陷阱，逢凶化吉。（佚　名）



投资大门的金钥匙

彼得·林奇在投资方面的成就有目共睹：在其担任麦哲伦基金经理的13年间，该基金年复利增长达到惊人的29%，旗下管理的资产由2000万美元增加至140亿美元。投资者的趋之若骛甚至持续到了林奇卸任之后：1999年该基金成为全球首只超过1000亿美元的基金。

然而在我看来，林奇传播投资知识方面的成就也许更大。他少有的几本书都读者甚众，受到的评价颇高。例如，他的《学以致富》，是新手了解投资和美国投资发展史不可多得的经典之作，巴菲特评价：“如果我需要给我的外孙和外孙女进行投资教育，那么，只要送给他们这本书就可以了。”当然，如果你想自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的投资更专业一点，那么，《彼得·林奇的成功投资》不可不读。

林奇的这本书对我来说意义非凡，最重要的两点：①它让我敢于开始投资，并且开始像专家那样投资；②它让我获得了自己的第一个客户。

迄今我还清楚地记得第一次读这本书的感觉，津津有味地看了几个章节之后，我突然如受电击，原来还可以这样投资！从此，我这个被朋友们认为有着少许诗人气质而不适合任何金融工作的家伙开始了自己的投资活动，并且收获颇丰。

而在几年后，一个朋友向我征求投资意见的时候，我推荐了林奇的这本书，并说：我就是这样投资的。当他看到林奇关于股票市场和房子的比喻时，兴奋地给我打来了电话："这让我感觉太舒服了，投资就应该是这样的。"末了，他突然问："既然你如此认同林奇，并且也进行了很多实践，能不能帮我管理一些资金?"这时，我突然意识到自己原来还有可能专业干这一行。我愉快地答应了他，并参照巴菲特早期合伙公司的模式签署了协议，第一次为别人管理起资金。我很庆幸这一点，因为到目前为止，我的资金管理生涯进展得还不错，而且乐在其中。

到现在，我每隔一段时间还会重温《彼得·林奇的成功投资》，每次都能汲取到新的营养。当然，我感受最深刻的还有一些方面：投资是艺术，不是科学。正如本书的副题"如何利用你已有的知识从市场中获利"所揭示的，每个人都有自己的特长，你所要做的只不过是勇敢地利用自己的特长去投资罢了。不要被那些复杂的模型所迷惑，小学四年级的数学水平就足够了。事实上，我利用自己糟糕的数学知识，已经可以在金融服务、医药和某些高科技行业如鱼得水。

不要相信那些别人悄悄讨论的股票，要自己判断。虽然我已经"学习"了这一部分，但仍然受到了惨痛的教训。几年前，一个朋友告诉我一个小公司正在开发一种早期发现乳腺癌的仪器。在得知了每年全球患乳腺癌妇女的数量之后，我去看了看股价，天哪，只有2美分！显然，如果仪器是真的，它应该很快就涨到2美元才对。我兴奋了买进了数以万计的股票。结果……我的投资迅速下跌了99.96%，卖掉还不够付给券商的佣金。我现在还保留着这只股票，为的就是每次看到鲜血淋漓的99.9%，能给自己一个警钟。

对公司进行分类，确定不同类公司的投资特点。虽然现在我从不应用林奇的分类方法，但无疑这种思路是无价的。对不同的公司，应该有不同的分析重点和关键性的考量因素，然后结合你对未来的预期，才会事半功倍。正是在这种情况下，我在诺基亚去年暴跌的时候，抓住了这只股票，赚了不少。

利用自己观察到的事物和趋势来赚钱。事实上，正是在去年买了一个做工极其精巧闪存的时候，我意识到了两件事情：①这个东西确实十分方便，而且很便宜；②如果我都需要一个，那么，人人都需要一个。我认真地调查了生产闪存的企业，发现了位于以色列的M-Systems是技术领先者，并且同多个厂商有密切的合作。公司正处于迅速扩张期，管理人员很务实（从来没有对前景夸大其词，说到做到），股价也比较便宜（按照我测算的盈利水平，市盈率还不到20）。于是，我花13.5美元买进了这只股票。现在，它已经突破了30美元，势头依然强劲。

类似的事情还有很多。但重要的是，一旦你找到了打开投资大门的金钥匙，并勇敢地打开它，迎接你的必将是无穷的宝藏。（佚　名）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第3章　股票投资是一种赌博还是其他的什么



经历过1987年10月那次股市突然暴跌之后，一些投资者已经转向了债券以寻求更加安全的投资避难所。关于股票与债券二者孰优孰劣的问题，十分值得以一种冷静且严肃的态度认真进行讨论寻找这个问题的正确答案，否则每次一旦股市狂跌令人惊恐的时候，投资者纷纷从股票转向债券的这一幕又会重演，这时投资者往往争先恐后抛售股票，然后纷纷涌向银行将资金存入大额可转让定期存单，最近这种情形就刚刚再次发生。

投资于债券、货币市场或者大额可转让定期存单，这些都是债权投资的不同形式而已，本质上都是为了获取利息收入。获取利息的做法本身并没有不对，尤其是以复利形式获取利息。想一下，1626年曼哈顿岛的印第安人只是为了换回一些只值24美元的小珠子和小饰物，就把他们所拥有的整个曼哈顿岛的土地都卖给了一群新来的移民。

362年以来，由于这桩交易，印第安人已经成了大家耻笑的对象，但是利用复利来仔细计算一下的结果表明，这些只得到价值24美元的小珠子和小饰物的印第安人也许要比那些得到整个曼哈顿岛的移民们赚得多得多。

如果以年利率8%对24美元计算复利（请注意，让我们暂时收起我们的疑惑，假定印第安人把那些小饰物换成了24美元的现金），那么经过362年，这些印第安人可能已经凭此积累起一笔价值接近30万亿美元的财富，而曼哈顿地区政府最近的税收记录则表明当年被印第安人卖掉的那些土地只值281亿美元。我们不妨偏袒一下曼哈顿的市民们，接受他们对这个估值结果的怀疑，281亿美元只是一个估计值，所有了解市场行情的人都知道在公开市场上这些土地的价值可能会是281亿美元的两倍，因此曼哈顿的地产的真正价值是562亿美元。然而，无论用什么方法计算曼哈顿岛所有土地的价值，印第安人都会赚到29万亿美元，还要再加上一个零头。

我承认印第安人不可能获得8%如此之高的年利率水平，即使事实上1626年有如此之高的利率也不可能，更不用说根本没有了。这些最早移民过来的先驱们以前都是支付低得多的利率，但是让我们假设印第安人能够经过激烈的争吵最终争取到6%的年利率，那么到现在他们仍然还可以从24美元通过复利积累到347亿美元的财富，他们既不需要对岛上的任何资产进行保养，也不需要修剪中央公园的草坪。不过各位也可以十分明显地看到，虽然6%和8%的年利率只有两个百分点的差异，但由于复利的巨大作用，经过三百多年的时间最终积累形成的财富相差29万亿美元以上。

不管你用什么年利率计算这24美元经过362年通过复利所积累的巨大财富究竟是多少，你也得承认这次交易中普遍被认为是大傻瓜的印第安人并不像人们想象的那样傻，可见进行债权投资获取利息的收益并不差。

在最近的20年间，债券已经变得特别受到投资者的欢迎，但在最近20年之前的50年情况却并非如此，但在最近的20年是绝对如此。从历史上看，利率从来没有偏离过4%太多，但是最近10年来，我们却看到了长期利率先是上涨到16%，然后又下跌到8%，这一涨一跌创造了相当大的投资机会。1980年购买20年期美国国库券的投资者会看到他们所买债券的面值已经上涨了将近1倍，不仅如此他们还可以按照最初的投资本金每年得到16%的利息。如果那时你足够聪明买了20年期的国库券，你就会以相当大的优势战胜股市，即使是在最近的这轮大牛市行情中也是如此。而且，你几乎连一篇研究报告都不用读，也不用向证券经纪人支付任何佣金就可以做到这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长期国库券是获取利息的最佳投资渠道，因为长期国库券不可“赎回”，或者至少在到期日的前 5 年内才可赎回。许多债券投资者已经十分不满地发现，很多公司债券和市政债券发行后在很短的时间内就可以提前赎回，这意味着一旦某一时刻赎回债券对自己有利时，债券发行人就会立刻把债券赎回。在债券被赎回时的债券投资者就像面临财产将被没收的财产所有者一样根本没有其他选择。一旦利率开始下降，投资者马上就会意识到他们买入固定利率的债券相当于做了一笔十分合算的交易，但他们的债券这时却会被发行公司赎回，他们只会收到发行公司邮寄来的债券本金。另一方面，如果利率上升，这明显不利于债券持有者，那么发行公司却根本不会赎回债券，债券持有者只能继续持有债券，相当于被套牢了。由于很少有公司债券是不可赎回的，因此如果你希望能从利率下降中获利的话，我建议你最好还是购买国库券。

股票和梭哈扑克游戏

坦白地讲，根本没有办法能够把投资与赌博完全区分开来，我们没有办法把投资归到一个十分纯粹的可以让我们感到安全可靠的活动类别之中。

安全谨慎的投资对象和轻率鲁莽的投资对象之间并没有一个界限绝对明确的分界线。人们认为投资股票就如同在酒吧里赌博而对股票非常排斥，直到 20 世纪 20 年代后期普通股才最终获得了“谨慎投资”的地位，而恰恰此时股票市场已经过度高估到可以说购买股票更像是赌博而不是投资的危险程度。

1929 年股市大崩盘后的 20 年时间里大多数人都把炒股看成是赌博，直到 20 世纪 60 年代后期当买卖股票再一次被大众认可为一种投资时，投资股票是赌博的看法才被完全转变过来，但是这时在已经被过度高估的市场中绝大多数股票的投资风险都变得很大。从历史上看，股票通常周期性地被认可为投资，或者被拒斥为赌博，而且都是错误的时候形成错误的看法。通常在股票并非谨慎的投资时人们往往最有可能把股票看作是谨慎的投资。

多少年来，购买大公司的股票一直被认为是“投资”，而购买小公司的股票则被认为是“投机”，但是最近购买小公司的股票又变成了投资，投机则专门指炒作期货和期权。我们永远都在不停地努力重新划分投资与投机两者之间的分界线。

听到人们将投资描述成“保守的投机”或者“谨慎的投机”时，我总是感到非常好笑，他们这样说时通常表明他们希望自己是在做投资，同时又担心自己是在赌博。这种说法如同一对正在交往的男女说“我们经常见面”表明他们还无法确定自己对待这段感情是不是严肃认真一样。

一旦我们接受货币本身具有风险这一让人不安的事实，我们才能够真正地区分究竟什么是赌博什么是投资。进行区分时不应该根据参与者的行为类型（例如债券、股票、赌马等），而应该根据参与者的技巧、投入的程度以及事业心。对于一个老练的赌马者来说，如果他能够严格遵守一定的系统方法进行下注，那么赌马也能够为他提供一个相对安全的长期收益，这种赌马的行为对他来说和持有共同基金或者通用电气的股票并没有什么分别。对于那些轻率鲁莽且容易冲动的“投资”股票的人来说，四处打听热门消息并频繁买进卖出，跟赌马时只根据赛马的鬃毛是不是漂亮或者骑士的衣衫是不是华丽就胡乱下注根本没有什么两样。

事实上，对于那些轻率鲁莽且容易冲动的玩股票的人，我建议他们：忘掉华尔街，带上所有的钱去海尔勒阿、蒙特卡洛、萨拉托加、拿骚、圣·安尼塔，或者巴登巴登（Baden-baden）等赌城好好地赌上一把。至少在那些让人赏心悦目的景色和心情舒畅的氛围中，他们即使输了钱也能够说我玩得很痛快，但如果在炒股上失败了，他们看到的只是经纪人在办公室里踱来踱去的身影，从中找不到一丝安慰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当赌马赌输时，你只要把已经变得一文不值的马票丢掉就行了，但如果是在股票、期权等投资上失败，你除了会损失钱财外，还必须在每年的春天申报纳税时重新体味过去投资赔钱的痛苦经历，可能这种痛苦你要多花好几天的时间才能计算清楚完成纳税申报。

对于我来说，投资只不过是一种能够想方设法提高胜算的赌博而已。至于地点是在大西洋赌城、标准普尔500指数，还是债券市场，都无关紧要。事实上，股票市场最经常让我联想到的就是梭哈扑克游戏（Studpoker）。

对于那些懂得如何利用好手中的牌的老手来说，玩七张牌梭哈赌博能够获得一个长期稳定的回报。梭哈的打法是：发牌时有4张牌面朝上，这样一来你不仅可以看到自己所有的牌，还可以看到你的对手的大多数牌。发完第3张或第4张牌时，要么很明显谁输谁赢已见分晓，要么很明显根本没有人能赢。华尔街股市上的情况同样如此，只要你知道如何寻找，你会发现像牌桌上摊开的明牌一样，华尔街上大量的信息也都是公开透明的。

通过了解公司的一些基本情况，你可以知道哪些公司有可能会增长繁荣，哪些公司却不可能如此。你永远无法确定将要发生什么情况，但是每一次出现新情况——例如收益大幅提升、出售赔钱的子公司、公司正在开拓新市场等——就跟正在翻开一张新牌一样，只要这些新的情况就像新翻开的牌一样表明你的胜算较大时，你就应该继续持有这些公司的股票，就像你继续持有一把好牌一样。

任何一位每月定期参加梭哈游戏的人很快就会发现，每次那几个“幸运的家伙”都会提前显露出来，因为这种人随着牌一张一张摊开不断仔细计算和重新计算自己的输赢机会大小，然后根据计算结果来下注，从而使他们投入的本钱所能赢回的钱最大化。那些能够持续赢钱的人在自己牌的赢面变得更大时会增加赌注，一旦出现局势不利于他们时，他们就会主动认输出局；而那些持续输钱的人则会不管赢面大小都投注，盼望着奇迹出现使他们能够享受到打败对手的快感，结果却只是又一次痛饮失败的苦酒。梭哈扑克牌和在华尔街投资一样，奇迹出现的次数刚好让那些输钱的人不会死心总想翻本，一赌再赌而一输再输。

那些持续赢钱的人乖乖接受一手好牌也会大输的事实：他们偶尔也会在拿到三张“A”的时候下最大的赌注，但没想到竟会输给对手藏在手里的同花大顺。他们坦然接受这一打击并且继续打下一局牌，他们自信只要一直坚持自己的基本策略，随着时间的延长他们最终一定会赢钱。在股票市场上赚钱的人也会碰到不时发生的亏损、出乎意料的挫折以及意外发生的不利情况，但是即使是股市崩盘也不会使他们从此退出股市。如果他们已经仔细研究了H&R Block公司并且购买了该公司的股票之后，政府却突然简化了免税代码（当然这是不可能发生的事情），从而使Block公司的业务严重萎缩，他们会坦然接受这次意外导致的投资惨败，然后接着寻找下一只好股票，因为他们认识到股票并不是纯粹的科学，也不像下棋那样在形势占优时肯定会赢。如果我选择的股票中有70%的表现与我预期的一样，我就非常高兴了，如果有60%的表现与我预期的一样，我也会十分感激。只要有60%的股票表现与预期的一样，就足以在华尔街创造一个骄人的投资业绩记录了。

随着时间的推移，在股票市场中采取正确的投资方法可以减少投资风险，就像在纸牌游戏中采取正确的玩法可以减少风险一样。正如我曾经说过的，如果投资方法错误（如购买了一只股价被过度高估的股票），即使是购买百时美公司或者亨氏公司这样著名大公司的股票也会导致巨大的损失，同时会因此丧失掉其他很多的投资机会。一些投资者认为，只要买入蓝筹股，就不用再关注这些公司的基本面，结果他们因为这种盲目草率的做法一下子就亏损了近一半的投资资金，而且可能后来用8年的时间也没有涨回到原来的价位。在20世纪70年代早期，数百万美元一窝蜂地盲目追逐那些被高估的股票，结果很快就亏损得血本无归。是因为百时美和麦当劳这两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

家公司本身是风险很大的投资对象吗？不是，唯一的原因是人们对这两只股票的投资方法是错误的，公司本身是好公司，但他们买入的价格却是错误的价格。

另一方面，假设你已经做了研究功课，然后把资金投在了有风险且麻烦不断的通用公共设施公司——它是发生核问题的三哩岛核电站的母公司，也远远比在错误的时机投资于实力雄厚且历史悠久的 Kellogg 公司的股票上要“保守”得多。

由于不愿我的岳母查尔斯·霍夫夫人的投资资本发生太大的“风险”，曾经有一次我建议她买休斯敦工业这家被认为绝对“安全”的公司的股票，这只股票实在是太安全了——在 10 多年间股价几乎一动不动。我认为我总可以用我母亲的钱“赌上一把”吧，于是我给我母亲买了一只“比较危险”的联合爱迪生公司的股票，结果这只股票上涨了 6 倍。对于一直持续关注追踪该家公司基本面情况的投资者来说，联合爱迪生公司股票的风险并没有那么大。能赚大钱的股票往往来自所谓的高风险类型的公司股票，但是与风险更加相关的是投资者，而不是公司的类型。

对于那些能够接受不确定性的投资者来说，进行股票投资的最大好处是，一旦判断正确就可以获得非常惊人的投资回报。这一点已经被位于纽约布法罗的约翰逊图表服务公司对共同基金的回报所做的统计分析所证实。他们的统计研究发现一个非常有趣的相关关系：基金风险越大，投资回报越高。如果在 1963 年你将 10000 美元投资在普通的债券基金上，15 年后你会得到 31338 美元；如果你将 10000 美元投资在一个平衡型基金上（同时投资于股票和债券），15 年后你得到的回报将是 44343 美元；如果全部投资在一个增长型或收入型基金上（全部投资于股票），那么 15 年后你将得到 53157 美元；如果投资在一个进攻性的增长型基金上（也全部投资于股票），15 年后你将得到 76556 美元。

很显然，股票投资已经成为值得一试身手的赌博，前提是你要懂得如何正确地来玩这种游戏。只要你手中持有股票，就像一张张新牌会不断摊开一样，一个个新的公司信息会不断出现。这样一想又让我觉得投资于一些股票并不完全类似于 7 张牌的梭哈扑克游戏，而更类似于 70 张牌的梭哈扑克游戏，或者说如果你同时持有 10 只股票，就类似于同时在玩 10 个 70 张牌的梭哈扑克游戏。



第 18 章　对股价 12 种最愚蠢（最危险）的认识

我经常对职业投资者或业余投资者推出的各种各样的股市分析感到惊喜。人类在制药和天气预报方面取得了巨大的进步，减轻了人们对此认识的无知和迷信。我们经常会嘲笑自己的祖先因为收成不好而责怪玉米神，我们也会质问，为什么最聪明的像毕达哥拉斯这样的人会认为罪恶的灵魂藏在褶皱的床单下面。然而，我们还会相信赢得美国足球超级杯赛的人可能会影响股票的价格。

利用在研究生院就读的假期，我在富达做暑期工的时候，我第一次认识到甚至最具智慧的教授对于股市的认识都是错误的，正像毕达哥拉斯认为恶魔的灵魂会藏在床单下一样。自从我学到了连续性的波浪理论，发现它几乎每次都会误导了公众。这种误导可以说是不计其数的，我特意写下了 12 种对股价最愚蠢的认识，希望能帮助你把这些错误的认识从脑海中剔除。其中的一些可能听起来很熟悉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果股价已经下跌了这么多，它不可能再跌了

我敢打赌拥有宝丽来股票的投资者在其股价从高位的每股 143.5 美元跌到只有原价 1/3 时，一定还在不断地重复这句话："股价已经下跌了这么多，它不可能再跌了。"宝丽来属于坚实的蓝筹公司。当报告显示它的收入和销售都下降的时候，许多人没有注意到它的股价已经严重高估了，相反的，他们在不停地假设"股价已经下跌了这么多，它不可能再跌了"，或是"好公司的股票一定会再反弹"，"你在股市上必须要有耐心"，以及"没有道理因为害怕而卖掉好的股票"。

毫无疑问，投资者无数次听到这些话，但在银行的资产组合纪录中，宝丽来股价从 100 美元跌到 90 美元，然后是 80 美元，当股价跌破 75 美元时，"不可能再跌了"的观念仍在人们脑海中存在。在股价为 50 美元时，你仍然能听到宝丽来股票持有仍在重复这句话。

许多新的投资者在"不可能再低"底观念下入市购买下跌的宝丽来股票。他们中许多人都后悔当初的决定，因为事实上，宝丽来股价一直再继续下跌。这只股票最终在一年内从每股 143.5 美元跌到了 14.125 美元，这时才到了不可能再跌的地步，但对于持有"不可能再跌"理念的投资者来说，损失实在太大了。

没有定律会告诉我们股价最终会走向何方。我在 1971 年得到了一个教训。当时我在富达公司是一个很急切但缺少经验的分析师。Kaiser 已经从每股 25 美元跌到每股 13 美元，在我的推荐下，富达公司买了 500 万股，那是在美国股市历史上最大的一笔交易之一。当股价跌到每股 11 美元的时候，我仍然坚信这只股票绝对不会跌破 10 美元。

当股价跌到 8 美元的时候，我打电话给母亲立刻去买这只股票，我完全相信它不会跌破 7.50 美元。幸运的是，母亲最终没有听我的建议。我震惊地注视着 Kaiser 股价从 7 美元跌到 6 美元，最终 1973 年在 4 美元的价位上停止跌势，到这里才最终证实了它不可能再跌了。

富达公司的资产组合经理持有 500 万股 Kaiser，原本认为是每股 11 美元买入的一笔好交易，现在变成了只剩 4 美元的便宜货。因为我是推荐买这只股票的分析师，所以不得不让经理们相信 Kaiser 有一个好的财务报表。事实上，让我们高兴的是我们只有 2500 万股还没有卖出。在每股只有 4 美元的情况下，公司只有 1 亿美元的价值。这笔钱当时可以买 4 架波音 747 了，但今天，你只能买一架没有引擎的飞机。

股市使 Kaiser 这家拥有地产、铝、钢、水泥、造船、建材、光纤玻璃、工程、传媒还有吉普车的大公司的股价跌到只能买 4 架飞机。公司没有什么债务，我们仍能算出每股至少值 40 美元，如果在今天，一定有人把它并购过来。

很快 Kaiser 的股价又反弹到每股 30 美元，但是在该股票真正跌到最低点之前我们再也不能说"它不可能再跌了"。

你总能知道什么时候股市到了底部

捞鱼是投资者很喜爱的活动，但往往是好的渔夫才能捞着鱼。试图捞住下跌股票的底就像抓住一把下落的刀，最好的办法是等到刀掉到地上再拾起它。试图抓住迅速下跌的股票一定会导致剧烈的疼痛，因为你抓住了错误的地方。

如果你对转型困境型股票感兴趣的话，你更应该对下跌但看似要反弹的股票多一点感觉。也许你认为公司生意已经开始复苏，在查看了资产负债表后发现公司每股净资产为 11 美元，而股票交易价为 14 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尽管如此，你都不可能抓住股价。通常股价在回升之前都会在底部振荡一段时间。这个振荡期一般为2~3年，有时间甚至更长。

如果股价已经如此之高了，怎么可能再进一步上升呢?

你可能是对的，除非你不谈论菲利普莫里斯公司和速波公司。菲利普莫里斯公司在所有的时候一直都是很好的股票之一。我已经提到如果不买汽车，而买速波的股票，我们现在都已经成为百万富翁。如果你在20世纪50年代买入菲利普莫里斯公司的股票，当时是75美分，鉴于这只股票不能再高了的理论，你可能会试图在1961年以每股2.5美元的价格出售。但是如果你当时卖了它，你就会错过在以前2.3倍增长的基础上下一次7倍增长率的机会。

任何一个投资菲利普莫里斯公司股票的人，都可以高兴地看到当时每股0.75美元的价格变为124.5美元/股，当时1000美元的投资最终变成了166000美元，这还不包括在上涨过程中所配发的23000美元的股息。

如果我当时问自己，这只股票怎么能升那么高，我就不可能在速波涨了20倍以后再去买它。但是我查看了公司的基本面，发现速波的股价仍然很便宜并购买了它，从而获得了7倍的回报。

问题的关键是没有股价最终应回到多高价位的法定界限。如果公司业绩良好，投资收益也会继续增加，并且基本面也没有什么改变，不应该仅仅因为“股价不可能再高”这个可怕的原因而冷落了优秀的个股。那些建议投资得到一倍的回报就自动出售股票的专家们应该感到惭愧。听了他们的建议，你将永远得不到10倍投资回报。

像菲利普莫里斯公司、Shoney’s公司、Masco公司、麦当劳和Stop&Shop已经一年一年地不断打破“股价不能再高了”的理论。

坦白地讲，我也无法预测哪知股票能涨到10倍或是5倍。如果公司营运一切良好，我会一直持有着这只股票，希望它最终能给我带来惊喜的回报。公司运营的成功没有什么可惊喜的，但其股价的上升能带来许多兴奋。我记得当我购买Stop&Shop的时候，它是一只保守的、有分红的股票，但公司基本面不断地得到改善，最终我认识到手里握有一只高速增长的股票。

每股只有3美元，我能失去什么?

你听过这句话多少遍了?可能你自己也这样说过，当你遇到的股票每股只卖3美元的时候，你会在想“这总比那些每股50美元的股票安全得多”。

我进入这个行业20年了，在此之前我就明白无论股价是50美元还是1美元，最终当这只股票跌为零时你会失去一切。投资者以每股50美元买入后损失99%的投资额与他以每股3美元的价格买入后损失83%的投资额，又有什么不同呢?

问题是糟糕的便宜股和糟糕的高价股在下跌过程中同样危险。如果你以同样的投资分别购买股价为43美元的股票和股价为3美元的股票，而后两只股票同时跌到0美元，你所遭受的损失是一样的。不管你在哪个价位购买下跌的股票，结局都是一样的。我当然相信有许多投资者抵抗不住每股只需3美元的诱惑而去买这只股票并对自己说：“我又能失去什么呢?”很有趣的是职业的卖空专家都是从股票的下跌过程中获取利润的，通常他们都是在底位而非高位进货。对于他们来说8美元或6美元的进货与60美元的进货没有什么区别，如果股价已经到了低点，他们将获取同样的利润。猜想他们会将股价为8美元或6美元的股票卖给准呢?而那些不幸的投资者还在说：“我们又能失去什么呢?”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最终股价会回来的

Visigoths 和 Picts 还有 Genghis Khan 的股价最终都回来了，当时人们说 RCA 的股价也会回来，但 65 年过去了，它的股价最终也没有回来。它曾经是一家成功的世界性著名公司。Johns Manvile 是另一个世界著名公司，由于官司缠身，它的股价最终也没有回来。

通过增发数百万股票，使每股的收益大幅减少，像 Navistar 公司那样。

如果我能记住公司的名字，我可能会给出一张更长的小型或缺少知名度的上市公司目录，它们永远在市场中消失了，大概你也投资了它们其中的一家公司，我不愿意承认我是唯一的投资了这些公司的投资者。当你想到上千家破产的公司、那些永远无法恢复到以前繁荣的公司，还有那些股价远远低于历史高位的公司，你可能会意识到“股价最终会回来的”观念的缺陷。

同样的事情发生在其他的公司上。

黎明前的时候总是最黑暗的

人们有一种本能的认识是既然事情已经变糟了，那么它不可能变得更糟。在 1981 年，美国有 4520 口石油钻井，到 1984 年只有 2200 口了。在那个时候，许多人开始购买跟石油服务有关的股票，他们相信最糟糕的时候已经过去了。两年过去后，油井只剩下 686 口，到今天为止，油井不到 1000 口。

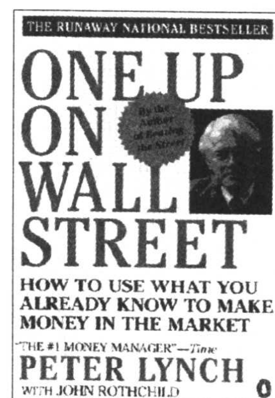
当运送汽车服务企业从高峰时期的 1979 年的 95650 家下滑到 1981 年只剩下 44800 家的最低点时，人们都满怀惊喜地投资这个行业的公司股票。因为那是 17 年来的最低点，没有人认为它能进一步下滑。随后 1982 年下滑到 17582 家，到 1983 年又下滑到 5700 家，这时，这个以前很兴旺的企业整整失去 90% 的容量。

有时候，黎明之前是最黑暗的，但有时黑暗之后，还有更黑暗的时候。

当股价反弹到了 10 美元时，就将其卖出

我的经验是下跌过程中股票不可能回到你想出货的价位。事实上，当你说“等它到了 10 美元的时候，我就卖了它”，你的股票就已经注定在 9.75 美元以下徘徊，跌到 4 美元最终跌到它的面值 1 美元。整个痛苦的过程可能需要几年，你却一直要被这种你不喜欢的投资而折磨着，仅仅因为有一个声音在告诉你，等到了 10 美元，就卖了它。

每当我陷入这种错误的认识时，我都会提醒自己除非我对这家公司有足够的信心去买它更多的股票，否则就立刻卖掉它。



《彼得·林奇的成功投资》英文版封面

我有什么可担心的，保守的股票不会波动太大

已有两代保守的投资者在成长的过程中持这样一种观点，即投资于能源类股票不会让你有任何损失。你只需要把这些省心的股票放入保险箱，同时把股票分红的支票兑现就可以了。然而突然间出现了核能源问题和基础利率问题，像联合爱迪生能源股票失去了 80% 的市值，然后突然间联合爱迪生这类股价又回升了，并超越了以前的损失。

由于造价昂贵的核电站引发了经济方面和法规方面的问题，以至于所谓稳定的能源方面的股票已变得波动性很大并且危机四伏，就像信贷、电脑行业一样心，现在有许多电子类股票的股价已经涨了 10 倍或跌得只剩 1/10。你能获利许多也可能亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

损许多，结果取决于你在选择能源类股票时，是不是够幸运，是不是更小心。

投资者如果没有紧跟形势就一定会遭受可怕的财务上和心理上的打击。那些投资到印第安纳公共服务公司或新罕布什尔公共服务公司上的所谓投资者其实像投资到一般刚刚设立的生物遗传公司一样危险，甚至可能风险更大一些，因为他们还没有意识到风险的存在。

公司在变化，繁荣会改变，你不能忽视任何一只你拥有的股票。

可能要花长一点时间，有些事情才可能发生

有些事情是一定会发生的，因为厌倦了等待利好消息等了太长时间而放弃了某只股票，待你放弃后，一些重大好消息就会发生。

默克公司测试每个人的耐心。这只股票从 1972~1981 年，没有什么变化，尽管它的收入增长是每年稳定的 14%，然后什么事发生了呢？它在下个 5 年中，股价翻了 4 倍，又有谁知道有多少不幸的投资者因厌倦了等待，或者因为他们想要更多的变化而较早地放弃了该股，从而没有获得丰厚的回报。如果他们能知道今天的事情，他们一定不会把股票卖掉……

我一直持有默克的股票并且已经习惯了它的股价没有任何波动。大多数我赚到钱的时候都是在我持有某只股票长达 3、4 年以后，只要公司基本面没有什么变化，吸引我购买这只股票的因素没有变化，我就很自信早晚我的耐心会得到回报。

EKG 股价已经 7 年没有变动了，我叫它为 EKG 岩石股，但它却是我喜欢的股票。每当我看到图表中的 EKG 股票时，都有一种强烈的意识告诉我，下次涨幅一定是它们。

当你花了很大的耐心拥有一只被别人忽视而偏偏你喜欢的股票时，你会开始想是不是别人是对的，而我是错的。但是只要公司的基本面是好的，你的耐心一定会得到回报。Lukens 的股票在 15 年中涨了 6 倍；American Greeting 6 年中涨了 6 倍；Angelica 4 年中涨了 7 倍；Brunswick 6 年中涨了 6 倍；SmithKline 两年中涨了 3 倍。

看看我已经赔了这么多钱，我不再买股票了！

如果我们最初在皇冠－科克－希尔公司的股价每股只有 5 毛钱（拆分后）的时候，我们便购买了它的股票，那么我们会变得非常富裕。但是当你意识列这一点时，打开你的钱包，检查一下最后的银行清单，你会注意到你的钱仍然一分不少地存在。事实上，你也没有比几分钟前少了一分钱，但却错过了购买皇冠－科克－希尔公司股票的机会，而错过了很大的财富。

这可能听起来有一些不可思议，但我知道我的许多投资朋友都在追求在纽约股市获取 10 倍的回报，但与此同时，又不知会在股市中赔多少钱，他们被这种忧虑折磨着。这种患得患失的心情也会发生在他们购买房屋、珠宝、家具时。

认定某人在股市获取的利润就是我们所赔的钱不是一种积极的投资股市的态度。事实上，这种态度会引导我们走向疯狂。当你知道了更多的股票时，同时你也会意识到你错过了多少只好的股票，不久你就会责备自己为此损失了数百亿或数百万亿。如果当你刚刚卖掉某只股票，而这只股票随后股价上涨了 10%，你会忽然醒来自言自语地说："我遭受了损失 1100 亿美元的打击。"

这种想法最糟糕的地方是它引导人们去买不应该买的股票。如果只是为赚回在股市中所赔的钱而进行投资，必将会导致失去更多的钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我已经错过了一只好股，我一定要抓住下一只

正如我们已经提到过的，最大的麻烦是上一只永远不是很明显。如果你错过了美目“R”玩具公司后，这只大公司的股票会继续上升，而你却选择了 Greenman Brother 这个下跌的医疗公司的股票。你在同一时间犯了两个错误。事实上，第一个错误使你不会失去什么（记住，你不会因为不买美国“R”玩具公司的股票而失去任何东西)，而第二个错误却会让你损失很多钱。

如果你在低位没有买到 Home Depot 的股票，而后你买了 scotty 的股票，认定它就是第二个 Home Depot，因此你可能犯了另一个错误，因为 Home Depot 自从上市以后升值 25 倍，而 Scotty 只升了 25%~30%，远远落后于大盘走势。

同样的事情继续发生，你错过了皮埃蒙特航空公司的股票而买了人民速递公司的股票，错过了 Prioeclub 的股票而买了 warehouse 的股票。所以在大多数情况下，最好对那些即使股价在高位的最好的公司股票进行投资，也不要对那些价位较低的可能会成为好公司的股票进行投资。

股市上涨，所以我一定是对的

股市下跌，所以我一定是错的

如果我一定要选择一个最大的投资谬误，我相信是当股市全面上涨时，你认为自己做了一笔很好的投资。人们经常为刚刚从市场上以每股 5 美元的价格买入某只股票，而后股价上升到每股 6 美元而感到满足，以此来证明他们是明智的决策人。当然，如果你在价位较高时很快地卖掉股票，你可以获得一定的利润，但大多数投资者并不会在这种上涨的行情中卖掉他们的股票。，他们确信自己投资的股票会升到更高的价位，他们会一直持有这些股票，直到股价下跌时才意识到他们投资的股票并不是很好。如果有这样一个选择，他们会持有一只股价从 10 美元涨到 12 美元的股票，而卖掉一只股价从 10 美元跌到 8 美元的股票，同时会告诉自己他们在留住胜者而淘汰败者。

这就是 1981 年可能发生的事情，当时 Zapata 这只石油股随着能源热而被大家一致看好，认为拥有它一定比拥有 Ethyl 好，Ethyl 因为受到美国环保署对其生产石油的禁令影响，而被人们称作“跌倒的狗’。比 Ethyl 更好的 Zapata 股票股价从 35 美元跌到 2 美元，同时，Ethyl 公司却在化学领域取得了很好的业绩，迅速扩展海外市场，在保险业中快速持续的发展使 Ethyl 股价从 2 美元涨到 32 美元。

当人们说“看，两个月内，我的股票涨了 20%，说明我挑了一只好股”或说“太糟了，两个月内，我的股票跌了 20%，说明我挑了一只垃圾股”时，他们把现在的股价和公司的远景完全混淆在一起了，除非他们是短期寻找 20%回报的炒客，但短期炒作与投资相比却是两回事。

当你购买了一只股票后，其股价上下波动只能说明有人愿意付更多或更少的钱去购买同一种商品而矣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《安德烈·科斯托拉尼最佳金钱故事》

【德国】安德烈·科斯托拉尼（1906～1999）

它不属于普通的职业，更不保证肯定有成就。但它是一个健康的职业——投机者的职业。每个人都知道，脑力劳动是人类生理状况的重要组成部分。所以老人喜欢填字游戏、下棋或者打牌。因为这类活动要求精神不断地做功。投机也是这样一种精神锻炼，一种体育运动，一件有趣的事。

对一个真正的投机者来说重要的不仅仅是赢钱的享受，他要显示他有理。另外投机者的职业与记者的相近——都是分析一件事并得出最终的结论——记者用他的评论，投机者用他的行动。当然，两者存在着重大的区别：记者分析错了还可以继续做记者，投机者看错了，就必须改行。

投机者，多么高贵的职业呵！他不需要与人交往，他不需要在充满灰尘的车间里让粗糙的工作弄脏手，他可以蔑视那些无聊的商人之间日复一日的讨论。投机者生活得像哲学家一样，尽管他只是一名很小的哲学家。

我不知听了这个问题多少遍：怎样成为一名成功的投机者？

作为投机者要具备什么条件？一位伟大的思想家曾经说过："当人们忘记了一切时，剩下的便是文化。"股市的道理也如此。如果您能够忘记所有国民经济学家死死盯住的预算、汇率、统计数字和其他的废物——简单地说，所有储存在电脑和布满灰尘的图书馆里的资料，剩下的便是股市的知识。什么都不知道，又什么都懂，能听到草木成长的声音并富有想象力——这是一个理想的投机者应具备的条件。

——引自《安德烈·科斯托拉尼最佳金钱故事》



大投机家是交易所里最有智商和头脑的人，他们不仅能预测经济、政治和社会发展的动向，还能设法从中赢利。安德烈·科斯托拉尼就是这样一位蜚声世界的大投机家。自从十几岁接触证券界后，他就和投机结下不解之缘，80年的岁月以投机者自居且深以为傲。安德烈·科斯托拉尼这位著名的投资大师，洞察金融商品和证券市场的一切，被誉为"20世纪股市见证人"、"20世纪金融史上最成功的投资者之一"。安德烈·科斯托拉尼是在匈牙利出生的犹太人，年轻时为了逃避纳粹而逃往国外，在德国经济界发挥巨大的影响力。他的理论被视为权威，德国的投资人、专家、媒体记者经常询问他对股市的意见。他在德国投资界的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

地位，有如美国“股神”沃伦·巴菲特。

安德烈·科斯托拉尼不吝和他人分享自己的智慧结晶，一生共写了13本投资、证券、货币、财富、证券心理学等方面的书。1999年，安德烈·科斯托拉尼在巴黎与世长辞，他的财富留给了继承者，而他的投资理念这一无形的财富却留给了他所有的读者。他的《这就是股市》一书被翻译成7国语言，还被拍成了电影，使他跻身畅销书作家之列；《证券心理学》一书更是成了德国大学经济系学生的必读书籍。安德烈·科斯托拉尼是一位大师，然而直至《安德烈·科斯托拉尼最佳金钱故事》一书出版，他才让人刮目相看。该书讲述了安德烈·科斯托拉尼先生从事股票投资60年的所见所闻，以及他对普通投资者的忠告，可以说是一位伟大而备受尊敬的股场大亨成功的股市生活的写照，也是其留给众多投资者的宝贵遗产。



开卷有益 KAIJUANYOUYI

“人不一定要富有，但一定要独立。”这是安德烈·科斯托拉尼的一句著名的座右铭。要想取得金融胜利，关键是对金钱有一个正确的态度，以及人格与投资战略的一致性。投机者的基本品质包括想象力、耐力、远见以及经验——剩下的就是运气了。没有人像安德烈·科斯托拉尼那样拥有如此完美的“赚钱经历”。在《安德烈·科斯托拉尼最佳金钱故事》一书中，安德烈·科斯托拉尼充满智慧又风趣幽默地把金钱的诱惑力加以描绘，对投机家们的本质秘密和技巧，对于股市波动最为重要的因素，以及股票市场上的心理学做出了最好的诠释。科斯托拉尼能将抽象的策略、思想、观念化成故事，归纳成原则、公式和技巧，写给一般大众阅读，并且令大众欣然接受，而且也乐于了解他所描述的投资世界。

第二次世界大战后，华尔街在全球股市中独树一帜，而欧洲股市奄奄一息，会让不了解历史的人认为向来如此。其实，在二次大战前，包括股市在内的金融市场在欧洲极为发达，如果按股票总市值与GDP的比例计算，美国远远排在后面。在《安德烈·科斯托拉尼最佳金钱故事》一书中，科斯托拉尼以他在股市中多年的经历向读者见证了这段欧洲市场故事。

科斯托拉尼20岁的时候就在巴黎股市从事投机生涯，并对哲学和艺术史有所研究，虽然他未必能像巴菲特和索罗斯那般成为金融市场上的顶级大师，但他能够融生活、投机和事业于一体，妙趣横生。在本书中，科斯托拉尼的一些观点很有意思。比如，他认为通货膨胀是一大弊端，但与通货紧缩相比，它是一个较小的弊端，通货紧缩最后必然导致国家资本主义。而“世界经济需要这种兴奋剂（通货膨胀），就像人类性高潮有时需要一点酒精、咖啡或尼古丁一样。为什么？因为所有的国家、城市、大小企业、建筑巨头和商人们都欠着债，以至于如果没有一点儿通货膨胀他们就永远不会被其债务解放”。他又把那些在通货膨胀中感到恐慌的储户比作蜂窝被捅时的蜜蜂的表现：“蜜蜂也是节俭的象征，当蜜蜂们贮存其节省下来的一切的蜂巢被摧毁时，它们会变得歇斯底里，它们疯狂地飞来飞去，不仅刺蜇他人，也因此为自己的死做好了准备”。储户们则饥不择食地涌到投资顾问那儿去，接受不适合自己的投资建议，然后大多以亏损告终。科斯托拉尼为此用了莫里哀的一句俏皮话：“病人不是死于疾病，而是死于人们给他的药上。”

在《安德烈·科斯托拉尼最佳金钱故事》一书中，安德烈·科斯托拉尼的许多见解富有传奇色彩，甚至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成了金融界流传甚广的口头禅。如"一般来说，消息不产生价格波动，而是价格波动产生消息。这无论在巴黎、伦敦还是在纽约都一样。一天的交易结束后，每一个人都在为当天的价格变化或者趋势反转寻找借口，而这些借口是他两小时前怎么也想不到的"。

《安德烈·科斯托拉尼最佳金钱故事》一书充满了深刻的分析、充满智慧的见地、形形色色的逸事趣闻，所有这一切正是安德烈·科斯托拉尼的书籍和专栏取得成功的秘密所在。



最佳商业书



正因为老欧洲金融市场的繁华，才出了科斯托拉尼这样一个投资奇才。海南出版社早就出版了他的《股票培训班》和《投机者的智慧》，当时我曾翻阅过，但由于对老欧洲的市场化程度没有足够的认识，加之翻译水平的关系，没引起足够的重视。2003年，我在香港的书店中发现了《安德烈·科斯托拉尼最佳金钱故事》的繁体本，看后惊呼痛快。如今国内终于出了该书的简体本，让内地读者也能领略这位老投机家最精彩的故事了。这儿就摘录两个极奇异的故事吧。

众所周知，投机生意经常发战争财，但谁会想到，战争是一次投机生意的结果呢?

这事发生在1912年的巴尔干半岛上。当时的南斯拉夫叫蒙特格鲁，国王尼基塔国库空虚却又爱财如命，曾有位美国百万富翁来到该国，尼基塔陪同他在皇宫的阳台上接受群众的欢呼。百万富翁一激动，忙从兜里掏出大把金币往下撒去，富翁表演完毕后，希望能得到国王的赞许，后者却不见了。最后，富翁在人群中找到了国王，他也在抢金币哩。

尼基塔国王发现股市来钱很方便，便玩起了股票。1912年9月，国王在维也纳、巴黎和伦敦的同伙接到指令，要他们全部卖空股票，因为与土耳其的战争指日可待。当时，蒙特格鲁与希腊、塞尔维亚、保加利亚四国结成同盟共同对付敌人土耳其。

事态的发展最初证明了尼基塔国王消息的可靠，双方都在边界聚集军队，形势紧张，股市随之暴跌。然而，法俄出面干预，局面缓和，股值又大幅反弹。

尼基塔国王的同伙因此受了极大损失，但仍接到指令，继续卖空！他们照办了，但心情十分不安。

10月18日，蒙特格鲁无视大国的干预，一发炮弹打到了土耳其境内，战争爆发，股市暴挫，国王大赚其利。

亲爱的读者，这是不是匪夷所思呢？但科斯托拉尼能举出不少国王同伙参与操纵的真实证据来。

科斯托拉尼有次从欧洲王室那儿得到内幕消息，获利颇丰。1941年纽约交易所流通一种丹麦王国的债券，很快要到兑付期，但市场上对丹麦是否兑付并不确定。科斯托拉尼乘低价买了不少债券，又买通了他的一个邻居，这人是丹麦国王的女婿。不久，让克斯托拉尼惊讶的是，在华盛顿的丹麦王子亲自打电话告诉他，丹麦将不会兑现债券！由于丹麦国王并不腐败，他们也有足够的美元在银行里，一般人都相信债券一定能兑付，所以在到期的一个月前已升至面额的90%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科斯托拉尼尽管疑虑重重，还是决心相信王子一回，抛空了手中的债券。结果，正如王子的坏消息所言，债券跌到了面值的40%。

当然，科斯托拉尼还讲了更多非内幕交易可以左右市场的教训。（佚　名）



寓意深刻的金钱故事

作家内斯特罗曾经问："航海的腓尼基人发明了货币，但为什么这么少?"安德烈·科斯托拉尼从青年时代起便对这种货币的缺乏不满，所以他成了"制造货币的人"、"投机者"，他选择了"世界上最好的职业"。有时我问自己，为什么科斯托拉尼没有成为货币发行银行家，那才是名副其实的货币制造者。关于这个问题我今天有两个答案：发行银行家的哲学是减少货币的流通；这对于科斯托拉尼来说相当于自我否认，毕竟他把适度的通货膨胀看作是舒适的热水浴。另外发行银行家的职业不可能赐予他如此富于变化的生活，也不可能给他的读者带来如此趣味横生的、寓意深刻的金钱故事。

《安德烈·科斯托拉尼最佳金钱故事》使人回想起索勒门·阿勒西姆笔下的关于门那西·门德尔的书信体小说——一个离家出走的犹太人想做投机者赚钱。这位不幸的门那西与周游世界的金融家安德烈正好相反。两部作品都把智慧和乐趣与投机连在一起，除此之外，以金钱为题的文学作品大都与幽默相距甚远。索福克勒斯认为金钱是罪恶的化身，奥维德让他的米达斯热心于点物成金，歌德的《浮士德》中充满了金钱、贪婪和性欲。

在金钱和投机的关系里不应有昏暗和麻痹。艾米尔·左拉在他的小说《金钱》的结尾问道："为什么金钱要对所有由它而引起的肮脏负责?"货币经济是市场经济的一个重要组成部分，从而最终成为一种秩序，它包含了高级生命的自由。对科斯托拉尼来说，货币经济像供呼吸的空气一样重要。他是怎样运用货币经济的，可以在极有吸引力的《安德烈·科斯托拉尼最佳金钱故事》一书中读到。如果科斯托拉尼的敏感被电脑程序所取代，那将是十分可悲的。如果真是这样，还有什么金钱故事可讲呢?（卡尔·奥托·弗尔）



我也是从小开始



我的记忆力肯定很差，尤其是对数字和名称。但我总不会忘记我的第一笔股票交易，就像道·胡安对他的第一次冒险记忆犹新一样。

20年代末我在巴黎有了第一次的股市经历。主意是我们公司打扫办公室的人给出的。第一笔大的交易：用现金以400法郎的价格购买了两股法国钢铁公司的股票，用贷款以每股30法郎的价格以期货方式购买了英国、葡萄牙联合矿业公司默卡比克的25股股票。

趋势看涨。这像一条单行道，在通货膨胀的影响下怎么会有其他结果呢？人们只需今天买明天卖，或者明天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

买后天卖。我轻而易举地通过这两只股票把我的资本翻了一番。

我想，人们只需有主见并坚信：股市是世界上最大的发明。从那以后已过去半个世纪的时光，我还依然持这种观点，甚至深信不疑，因为我从那时起一直靠股票交易为生，而且生活得很好。好生活的标准对匈牙利人和苏格兰人是不同的。当然我认为股市不仅是资本主义体制的重要发明，它更是个美好的发明。

按照清洁工的建议我用翻了番的资本又买了 25 股马佐夫和 25 股里奥索夫股票。其实它们很不值钱，但在精神上一只股票本身有多少价值无足轻重，重要的是可以炒它。和所有其他的股票一样，这两只也在涨。我的资本又增加了一倍。我居然成了一名拥有 200 美元现金（相当于今天的 3 万马克）的小资本家。

由于我的成就在道德上和物质上都很完美，我很想去股票交易所看看。我的一位同事承担起了这神圣的责任，把我和我的新爱——股票交易所——介绍到一起。

然而我当时的第一印象并不很好。我什么都不懂。那里的语言是令人费解的行话、奇怪的字眼儿、神秘的数字。成百的老少人士从一个电话亭走到另一个电话亭，向手持电话的人耳语一些内幕消息。

他们在讲伦敦、阿姆斯特丹和米兰。他们从一个城市买股，又在另一个城市卖掉，他们不是凭时间上的行情变化而买卖，而是靠地区间的价格差，比如说伦敦和巴黎之间。我不懂这些，我只是听出了一点：每个人都有最好的主意，每个人都是预言家或至少是天才。

在那一天，我虽然不过是交易所襁褓中的婴儿，但是有一点我不喜欢。在我的印象中一切都只是虚张声势的诈骗。那些心不在焉的建议、分析对我来说显得幼稚、愚昧而且没有任何逻辑性。于是我得出了最后结论：如果所有的人都在行情上升时买入，那么我将正好与他们背道而驰。从我的老师那里我得知，在行情下跌时同样可以投机。我做出了决定，我准备把牌压在行情下跌的股票上，以卖空挣钱，同时看这些只会吹牛的人赔钱。说到做到，我很快掌握了卖空的技巧。我必须以期货的方式卖出我根本还不曾拥有的股票，于是我零星购买了一些看起来有利可图的下跌的股票。

这头一次的股市结论决定了我后来几年的命运。也许那只是感觉或者只是运气，但我生命中成绩卓著的一个时期开始了。随后的几年是经济史上最艰难的时期，整个资本主义体制悬挂在一条细丝上。从那时起我们经历了许多次股市危机，不过都挺了过去。证券持有者也在短时期内伤愈了。

我很希望年轻人在学校时就能进行一些交易所的实践并接触一些股市哲学。将来他们与有价证券打交道就像我们的母亲们做饭、干家务一样：个人的实践是最好的方法。

炒股的人以他的经验、思考和感觉为生。英格兰人说：“我的家就是我的城堡。”而炒股人的发明是：“我的弃子就是我的城堡。”



罗斯福是怎样毁了我的

在股票跌价的时候，很多人都梦想另一种投机——商品期货生意。这是做不同产品的投机——可可、麦子或猪肉。

当我还是儿童的时候就听说过商品期货投机，它可以说与我家的传统紧密相连。我儿童时代的匈牙利是粮食

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

生产大国，布达佩斯的商品交易所是欧洲大陆上最活跃的期货市场。人们尽情地买卖麦子、燕麦或杏子酱。吹毛求疵的人在芝加哥或利物浦操作。收成前景、消费统计和天气预报是人人口中的话题。一个尤其炎热的夏季或者一场盼望已久的大雨对投机者可能意味着财富或者破产。

许多年之后，我在巴黎实习期间曾惊讶地亲眼目睹那些巴黎商品交易所里的绅士们每隔 10 分钟就从大厅里跑到街上观察天气。当时最大的游戏对象是糖。糖萝卜的生长需要很多雨水。如果天是蓝的，糖价会上涨几个点；阴云密布，它又会跌回去。这是交易所的短期逻辑。即使兜里装着精确晴雨表的人也不敢保证它会给他们带来财富。

当然对埃及的约瑟夫来说这很容易。他无疑是历史上最成功的投机商。法老 7 只胖牛和 7 只瘦牛的梦是对他伟大的粮食投机的准确预示。他在 7 个丰年买入谷物，又以巨额的赢利在歉收年卖出。但是 7000 年后的今天，我们投机者没有这么准确的信息。20 世纪的交易商依赖于统计数字和电脑。正如我在“腊肉－玉米－游戏”中说到的，人们忘记了那些无法预测的事物，而不幸的是它们在投机交易中的作用比最准确的统计数字还大得多。

我这里只想讲述我众多回忆中的一件：那是 1940 到 1941 年之间，欧洲已在战争中，而当时我生活的美国还处于中立状态。由于我当时手头有很多现钱，所以想做点什么。

美国也已充满了火药味，我不想买有价证券，于是开始研究商品市场。我希望自己不仅聪明，而且还是大才。所以我没买麦子、玉米和棉花，这些产品出自美国本土，不会成为紧缺货。相反我认为，远方的热带国家商品的进口会越来越有限。由于潜艇战的危险和由此引起的航运费和保险费的上涨，即使在中立的美国也肯定会不可避免地涨价。再说，人们预计美国会参战。

这是当时的形势。我列出了一张用期货购买的商品名单，处于首位的是橡胶，第一战略产品；丝绸，考虑到与日本的敌对关系；胡椒和锌，它们从爪哇岛的进口会受到威胁，最后是来自遥远的澳大利亚的羊毛，如果战争爆发，需要很多军服。

理论是奇妙的，而实际却是另一回事，橡胶具有如此重要的战略意义，以至于它在美国参战之前便由政府调控到很低的价格，这是在和平时期从未有过的措施。丝绸保持稳定的行情，因为尼龙被发明上市，对自然丝的需求量大大降低。当后来爆发与日本的战争，行情的确飞速上升时，丝绸贸易在交易所被停止了。契约被赋予强制价格，这个强制价当然更低。羊毛的行情发展也出乎预料，大型货轮把武器运到澳大利亚，返程时为了不跑空，装满了整船的羊毛。增加的进口使储备量上升，从而阻止了价格的上涨。出于类似的原因，胡椒和锌的行情也不比这些好。

相反，一件纯美国的产品似乎是真正的投机对象——尽管这不符合任何逻辑。罗斯福总统虽然很有权威，但他被迫在某种程度上做了蛊惑民心的宣传，为了他的亲英国政策他需要来自南方和中西部的选票。所以他向棉田主和棉农保证给他们的产品提供贷款担保。他不仅要支持棉价，甚至还要促成其价格上升。罗斯福就这样夺走了我的财富。

不可预见的事物再次改变了看似最保险的计算。在其他多次情况中我遇到同样下场。战争、战争的危险、和平、社会安定和内政、外交等各种其他因素都跟数据一样是投机者必备的资料，它们有时甚至更重要。在这里科学止步了，人们开始用直觉作判断，而直觉是几十年经验的产物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我的亲身经历

经常有人问我，人们是否可以或者是否应该借贷款买股票。我对此的回答是坚定不变的：只有那些拥有比借款的数目高出很多的其他财富的人才可以借钱买股票。我几乎倾向于说：人们绝对不应该用贷款买股票，除非他是一个轻举妄动的冒险家。当然这也是比例和股票的质量的问题。如果一个人买了10万马克固定利息的有价证券，而其中2万马克是用贷款，这不是灾难，或者一个人在30万马克的有价证券中有10万马克是贷款，但同时拥有100万马克的地产，这也不是罪过。每个例子都必须单独进行审查。

为了证明贷款买股票会多么危险、有害甚至酿成悲剧，而相反一个不欠债的投机人会拥有多么大的力量、优势，我想从我们众多经历中选引几个尤其有特点的例子。

50年代中纽约股市发展顺利，而且新兴工业诸如电子企业看起来尤其富于想象力且前途无量。于是我用自己最后的一点美元购买了电子及相似的股票，当我投入了我的全部所有后，还继续借贷购买，我利用了我借贷的最大可能性。

当时的美国总统是艾森豪威尔，他虽然是战争英雄，但没有其他天赋。他在美国公众心目中的形象是完美无瑕的。美国公民对其总统的信任度是华尔街良好气氛的最重要的原因之一，我们面临着一年后的总统大选，人们百分之百地肯定，艾森豪威尔将军会再度当选。整个华尔街都以此为基石，为什么不也在股市上利用他重新当选的胜利呢？人人都持这种态度，我也不例外。

就在这时发生了危险的意外：1955年艾森豪威尔总统心脏病发作，第二天纽约股市上的所有股票一起跌去10%~20%，由于我是借钱买的股票，我必须马上抛出一大部分股票，这很痛苦，但在股票经纪人索要进一步的担保之前，这是“必须”要做的事情。

由于公众失去了艾森豪威尔再度当选的希望，危机到来了，怎样在没有艾森豪威尔的情况下取消大选是一个大问题。而问号在股市上总是一个捣乱的因素，不论公众还是胆战心惊的游戏者都没有足够的精力，在一场意外的事件中勇敢面对问题，哪怕是一件意外的好事。再加上大多数人根本没有能力判断，对股市什么是好什么是坏。在这种情况下，所有胆小的人和所有借贷款买了股票的人都要尽可能最快地卖出——后者甚至是被迫这么做，最开始的危机引发了一个向下的链条反应。

几天之后艾森豪威尔的健康状况有所好转，他能够竞选的希望又回升了，股市平静下来，行情也又开始上涨，并且涨到比这次不幸事件之前的水平还高出许多，在后来的几年里股票价格达到了轰动的地步，有时甚至是原价的10倍，但对我来说太晚了。

如果没有欠债，人们怎样能渡过这一难关，应该看下面的例子。那是1962年的2月，我又一次大批买进，这回是巴黎股市上的法国股票。但这一回是全部付清的，我不欠别人一枚扣子，这正是在法国和阿尔及利亚的战争期间，当时的法国总统戴高乐将军本想放弃阿尔及利亚，但必须在他的政治上见风使舵，因为当时在阿尔及利亚问题上的公共舆论分歧很大。正在这时又发生了一个大的意外：4位法国将军在阿尔及利亚起义，反对戴高乐。这对法国公民是一个令人震惊的事件，也许是战后法国最大的事件，将军们怕戴高乐要解放阿尔及利亚，他们坚决不愿接受，晚上巴黎笼罩着十分恐慌的气氛。

第二天我没有去股市，我想保护我的神经，不想看到我的股票跌下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

取而代之我去了我最喜欢去的餐厅“杰茨·路易斯”（一家国际著名的捷克美食厅），那里是当时著名的影视和新闻界人士聚会的地方，我开始研究菜单，不去想股市。

碰巧一位股市同行来到餐厅，震惊地向我报告股市上出现了什么样的危机——一场真正的血浴——跟所有财经小说中描写的一模一样。

“哦？”是我的回答。我十分平静地享用我的午餐。

我坚信戴高乐在这场权力争夺战中会是胜利者。

对我来说股市上发生的事情不过是一天的事，它会随着时间被遗忘。如果我去了股市，肯定会出卖我自己。我能够享受这种奢侈，在这样的一天不去股市，正是因为我不欠债，股市令人不快的这几个小时我是在一家好的餐厅度过的，股市收盘后的一个小时我得知，股市行情有所转机，人们已经把损失掉的一半又收了回来。

晚上戴高乐做了他著名的电视讲话，他呼吁他最亲爱的法国公民都支持他，4位不忠实的将军放弃了计划。一切都被忘记了——不仅在政治上，也在股市上，危机成了只能存活一天的飞虫，多亏我拥有的是未借贷款的股票，我对恐慌气氛有免疫力。

如果我欠了钱，我整个的逻辑也会变得不正常，因为我的大脑会因为欠债引起的恐惧而做出完全不同的反应，代替了静静地想一想，戴高乐和全体法国人民的反应将是多么肯定，我会违反自己的戒律，让恐慌撕碎，那么损失将很大。

我的基本要求是：宁愿付清拥有少量的负债累累的公司的股票，也不要拥有一家声名卓著的大公司的——用贷款买来的——大笔一流股票。拥有少量的已付清的股票，人们可以长期等待其上升运动。而大笔的用贷款买来的股票，人们会在小赢利的情况下便卖出。

我的一个同事和我有一次出于同一个想法买了同一种股票，我买了100股一次付清，他贷款买了1000股，我安静地在这只股上坐了两年，得到了200%的赢利，我的同事在一点小利下便很快抛出，因为他贷了款，所以必须非常小心。

虽说人们不冒险便不会在股市上赚钱，但是如果人们投机于股市较稳定的趋势（流动资金＋心理＋经济）——而不是用贷款买一流的股票——就应该购买一些负债很重的企业的股票，这些企业由于不良的经济状况和早期的高利息而陷入困境，但这些股票要付清。其次应该购买期货，但总要想到，有时投入期货的所有的钱会全部失掉。



一小时内失去一切

清理结算一种用贷款做抵押的有价证券有多快和多残酷，下面的例子会告诉我们。

1923年的德国，在马克稳定之后德国货币得以长时间的喘息，直到布鲁宁·路德政府实施对外汇的管制。而这期间在阿姆斯特丹发生了一场外汇商的特大悲剧，他们在那里做了大笔的外汇期货生意，当时德国马克与荷兰盾稳定在一个固定的比价上，当然存在着一个小的宽限，两种货币能够在这个空间里相互变化，这个宽限大约是2%，我们假设100马克相当于100盾，那么马克可以在99和101盾之间徘徊。如果马克的汇价回到99盾以下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

德国银行就必须干预并买进马克。相反，当汇价高于101盾时，荷兰的货币发行银行就会被迫买人盾——一如今天欧洲货币体系（EWS）。

这个宽限对外汇商来说是“神圣的”，因为根据法律条文马克不许低于99或高于101，而由于两国的货币市场之间存在着4%的利息差异（荷兰的利息比德国的低4%），人们可以在阿姆斯特丹以98的价格买到马克，交货期为3个月。

这是一笔很简单的生意，尽管马克的汇价是99，人们以3个月的交货期，98的价格买人10万马克，现在人们只需熬过这3个月，然后把马克卖出，在最坏的情况下也能卖到最低价，即99盾，最少1000盾的底利吸引着人们。为这个生意，客户在他的银行经纪人那里只需押上3000盾，最多5000盾，却能够经营平均数目为10万盾的生意，担保只在理论上有必要，因为根据协议马克不许低于99。

外汇小商贩们是这样计算的：用最多5000盾的投人资本每3个月可以得到1000盾的利润，这相当于3个月的20%的利息。这段时间过去后他们又重新以这笔款项买进下3个月的马克，这个交易每个季度重复一次，这意味着高于80%抵押金数目的赢利。

难道这不是一笔出色的生意？“喀巴特人”——人们这样称呼外汇商，因为他们多数来自东欧——把在银行经纪人那里的担保作为资本投入而收取红利，80%的利润能让他们生活得很好。

而这时晴朗的天空出现了闪电，出现了无法预料的事，对此人们总应有思想准备，但很少有人这么做。

1929年到1930年交界时，在巴黎的乔治五世饭店进行着德国与战胜国之间的战争赔偿谈判。法国普安卡雷政府表现得十分强硬。法国人不仅出于物质原因（他们声称法国的城市受到了最严重的破坏）尽可能多地索取赔偿，也出于政治上的考虑。

法国意图彻底削弱德国，解除其政治权力。相反，英国人的态度则缓和许多，他们的国家也没有很多战争损失要赔偿，只是战争支出很高，另外英国没有兴趣让法国强大起来——作为唯一的大陆强国，英国与法国之间历史上的竞争又再度重现，这是一场艰难的谈判。

人们再次期待着法国对索取战争赔款的最终数目的建议，这个数目法国政府绝对不会降低，而这个建议太强硬、太勒索，以至于英国的宝贝总理菲利浦·斯诺登（后来的斯诺登勋爵）盛怒之下拍案而起：“这实在太可笑了！”会议在这一极不外交的举动下不欢而散，阿姆斯特丹也出现了慌乱，德国马克跌到宽限下的好几个点，马克购买商被“强行扣押”，因为那5%的抵押金已被耗尽。

48小时后马克又找到了它的平衡，马克汇价处于它应在的位置，但可惜太晚了，多数“喀巴特人”失去了他们的全部资本，因为他们早已把每季度20%的红利花光，我认为很少有人今天还能回想起这段历史，但斯诺登勋爵的“荒诞可笑”成了家喻户晓的名言，甚至在讽刺剧中出现。

我的朋友来西·库克斯——一位出色的套汇商——也经历了类似的不幸，在50年代他做着大笔的英镑与其他许多国家间的套汇交易，虽然这属于套汇商的常识，为保险起见大宗交易不要拖到隔夜的第二天，应该在当天完成，但对海外生意来说这并不总是可能的，有一个晚上他留下了一笔没有解决的交易，第二天爆发了英国、法国对埃及和其他国家的苏伊士战争，英镑汇价一跌到底，而来西·库克斯当时任职的公司失去了偿付能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大众心理学：解开股市之谜的钥匙

是什么驱使着股市起起落落？不只是事态本身，而且还有股民对事态的反应，所以可怜的股市专家如果想成功，必须在两个键盘上弹琴：预见事态、猜测股民们的表现。股市常常像一个酒鬼：听到好消息哭，听到坏消息笑。众人的情绪波动是不可意料的；但是这种希望与恐惧之间的波动在短期内决定着股市的行情——直到恐惧者全部抛出而满怀希望者大量买进，但是众人成功吗？没有，大多数情况下多数人的投机是错误的，只有少数判断正确。

“众人是无知的。”古斯塔夫·雷邦在他的古典著作《大众心理学》中写道。但是在无知的本性中隐藏着他们的秘密力量——当众人由特别聪明而会思考的人组成时，这种本性甚至是有效的，如果把 100 个极其智慧的人关在一个狭小的空间里，这批人将不受精神，而是受情绪的指挥。

股市专家出于这种或那种原因并经过成熟的思考，决定在早上卖掉他所有的股票，他走进交易所大厅，得知那里的情绪乐观，一秒钟后他就更改了他的计划，不但没有抛售，而且又买了新的股票。

在美国，股票行情显示器常常起着很大的、决定性的作用，没有上百万也有几十万人关注着显示着所有股票交易的行情显示器。如果行情上涨，“显示器观察者”们便跟着股票跑，以便迅速地——也是根本不假思索地——跳上已在行驶中的火车，标有最新股票行情的显示器展现的是大众的意见，对每一个人来说都有不可抗拒的吸引力，行情显示器就像战场上的旗帜：只要它还高高在上，威风凛凛地带着向前，部队就会跟上；旗帜倒下了，说明进军被拦截；勇气消失了，队伍四散。股市上也一模一样。

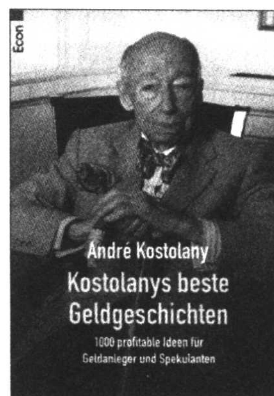
所以那些对股市感兴趣的人必须注意，让旗帜骄傲地高高招展并向前行进，这样大部队才会跟随，内部人喜欢把这称作“行情保养”，要想猜想一点点大众对事态的反应，我认为关于市场技术因素的分析是最好的指路牌。

大多数股票是在谁的手里呢？是在强硬的、受过训练的投资者和银行手里，还是在很多希望很快挣到钱的新手，胆小的、没有经验的储蓄人、游戏者和小人物手里？购买者的质量比股票的质量对行情的进一步发展更重要。胆小的多数人对一个重要事件的第一反应总是以前的情绪的反面，如果以前多数人乐观并拥有很多股票，那么他们会很快卖出。

特别是当重要事件意外地发生时，或者——在少数情况下——当它不是意外但提前发生时，趋势随着“已成事实”这个专家在转动。

股市行情怎样才能弄懂这种大众心理学？很难，因为即使他理论上确实逆潮而行，他也会在做反周期决定的最后一刻想：“我知道我必须做什么，但是这一回不一样。”只有以后他才会认识到，这一回也没有什么不一样。

投机者必须受过训练，冷静甚至玩世不恭。必须想：“你们都判断错误，只有我看得清楚。”人们必须一直想到，股市是残酷的，经常不像大家所希望的那样行事，也许它这么做只是为了惩罚那些游戏者，从而提醒他们即使在过去几年能赢来红利也不要太自以为是，不要忘了：赢利是海市蜃楼，只有损失是真实的。



《安德烈·科斯托拉尼最佳金钱故事》英文版封面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科斯托拉尼的圈

凭我的经验，每个周期性的运动都由三个时期组成：校正时期、情绪变化时期和夸张时期。举一个下跌后行情转折的例子，在第一个校正时期，行情（曾经无理由地跌到很低）慢慢被拉到一个在某种意义上现实的、合理的水平，在第二个时期，以前不好的情绪渐渐改善，并且每天都明显上升，第三个时期开始了，这时期票的价格每小时都上涨，行情和情绪彼此相互往上推，回光返照使得行情继续疯涨，并完全由大众歇斯底里而决定。

下一个股市跌势的周期里，几个时期会以同样的顺序相互跟随：校正时期——价格涨得太高；情绪波动时期——不利的因素（上升的利息、衰退的经济、悲观等等）使投机者不安；夸张时期——下跌的行情造成了沉重的悲观，这又作用于价格上，行情跌得像秋天的落叶，慌乱中股票被抛出。

最后一个时期的跌势或涨势波动一直会延续下去，直到一个心理休克从任何一个方向打破了这个魔圈，如果这个起清洁作用的休克没有到来，那么这最后的，纯受心理影响的时期会在市场上发泄之后渐渐平息下来。而有朝一日股市的趋势会改变方向，没有任何显而易见的理由，出乎大众的意料，甚至出乎对此没有精神准备的专家的意料，于是开始了周期性的反方向运动，这是股市的永恒不变的自转——就像自然界中涨潮和落潮相互交替，这个潮汐游戏的原因是：有两种拥有股票的人——定力极强的人和颤抖的人，他们所做的决定是三个因素的结果。

第一个因素是金钱，第二个因素是耐心，第三个是思想。耐心我认为就是不会为每件小事都做出强烈反应的神经，谁有思想，谁就会聪明地行事——不一定正确或错误，但是经过思考，有想象力。

如果没有钱，只有耐心还不够，而没有耐心只有钱也没用，如果没有耐心就不能等到理想化为现实，而没有思想的人也不知道耐心能有什么用。

这三个因素不可分割地连接在一起，如果缺少其中之一，股市的成员便是一个颤抖着的人，他对每一件意义还不重大的事都反应得过快。他没有想象力，所以不是用脑行事而是用情绪，别人买他也买；别人卖他也卖，他是大众的一分子并和他们一起行动（像伊萨克·牛顿男爵所说的“疯狂的一群”，他也酷爱投机）。

最大的问题是：绝大多数股票在什么人手里，如果极有定力的人拥有大部分股票，那么股市——甚至在不利的新闻下——有能力做向前的运动，如果有一条好新闻，它甚至会爆炸，而如果大多数股票在胆小的人手里，那么在第一条坏消息之后就会发生争执。

如果行情在增大的营业额中下降，那么一定是一大批股票正从胆小的人向神经坚强的人移交，甚至会出现胆小者卖光了，股票只存在定力坚强者的保险柜里，这时胆小者有钱，经过洗理的人有股票。

在卖完之后，如果行情找到了地基并在那里停留甚至在坏消息下也不降价，这就证明，市场已经做好了一个新的向前运动的准备——没有好消息也不变。

成打的例子能够论证这一被投资者喜爱的理论，反周期而行，这说起来容易做起来难，人们必须经受过真正的训练，拥有坚强的性格也许甚至要玩世不恭，不会在沉重的气氛中加人。

市场上成员中有 90% 是胆小鬼而最多有 10% 是坚定者，这是我的经验告诉我的。

正如伟大的将军戴高乐常说的：“她就值她的价值。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资》





【美国】劳伦斯·克尼厄姆（1962~ ）

“V文化”的至高无上的传教者，本杰明·格雷厄姆，同时也是一个成功的实践者。沃伦·巴菲特，格雷厄姆最杰出的学生，也是一位赫赫有名的实践者，也是一名杰出的老师。他们的所有学生们都严格遵守这两位老师的教诲，在实践中发展这一框架体系。巴菲特也是这样做的，和其他格雷厄姆的信徒们一样，他们都牢记这种思想的核心，以各种不同的但都极为成功的方式，对理论做了深入的发展。

巴菲特从来坚持格雷厄姆的商业分析思想的核心内容而毫不动摇，他特别注意价格与价值之间的差异，坚持在投资时一定要有充分的安全边际。二人在实践中有一些小的差别：巴菲特更强调对投资企业管理者角色的关注，对格雷厄姆钟爱的购买廉价货的做法不是那么热衷，也不像格雷厄姆那样强调股票投资的分散化策略，巴菲特比格雷厄姆更强调企业无形资产的价值。但是这些差别并不能掩盖二人之间的共同之处，相反反映了二人在更深层次上的一致原则：投资中独立判断的重要性。

任何时候，商业分析的思想都是建立在“价格—价值”划分和安全边际原则基础之上的，它深深地扎根于“V文化”当中，尽管我对此也略知一二，但真正的权威将永远是格雷厄姆和巴菲特。

——引自《向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资》



本杰明·格雷厄姆先生是价值投资理论的创始人，大名鼎鼎的“股神”沃伦·巴菲特是其价值投资理论忠诚的捍卫者和坚定的实践者，二人充满传奇的生平和后人无法企及的巨大成就，一次次地向我们证明了价值分析投资方法的永恒魅力与不朽的思想精髓。巴菲特白手起家，成为世界首富之一，在几十年的投资生涯中，他成功挖掘出了一大批具有高价值含量的投资企业，从企业的成长中获得了几十甚至几百倍的投资收益。他所依靠的利器就是价值投资和商业分析方法，并在此基础上形成了他源于格雷厄姆又超越格雷厄姆的独到见解和精辟论断。

美国纽约市卡多索法学院教授劳伦斯·克尼厄姆曾将“股神”巴菲特历年致股东信的精髓整理成《巴菲特致股东的信》一书，使巴菲特的投资哲学和经营之道广为传播，而他的《向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资》一书，则从巴菲特及其老师格雷厄姆的投资方法入手，从财务、会计和管理等基本因素出发，创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

建出一种独特的投资风格，它把股票价值评估的基础知识与上市企业的经营业绩的分析结合起来，分析企业的投资价值，从而摒弃投资观念第一、奉“炒”信“炒”为上、轻视公司分红等弊端，在跌宕起伏的证券市场中寻找到一条非常有用的投资路线。与其他任何一本投资类书籍不同，本书所阐述的投资智慧思想深刻，但通俗易懂，可以让读者终生受益。书中清晰的分析思路和对知名企业投资价值评估的真实案例，可以帮助读者在以后的投资中准确地发现问题并给出正确的答案，从而成为一名经验丰富的并时刻保持怀疑态度的、掌握基本知识技能的商业分析者。





劳伦斯·克尼厄姆的《向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资》一书为矫正“Q 文化”的不正确思想，发展了一套商业分析思路，讨论了各种选股工具，对考虑市场和价格所涉及的一些重要领域做了说明，也分析了与企业和管理者有关的知识，建立了一个填补目前市场空白的价值分析框架。

对股价的报价长期以来一直是人们注意力集中的焦点。在现代股票市场中，股票的买卖双方可能对报价单背后隐藏的企业并没有什么认识，但双方的交易却很精确地确定了股票的价格。劳伦斯·克尼厄姆认为“纳斯达克 100（NASDAQ100）”这个创立于 1989 年中期的反映“新经济”发展状况的市场指数，具有了强烈的“报价单驱动”性质的文化特征，报价水平的高低反映了人们对企业分析的态度、对市场走势的看法以及对企业本质的认识能力。可以说报价单是日交易者每天对股票做出的评价。这样就形成了一种游戏性质的市场文化，在这种文化中，对股票严格的数量和质量分析被非理性冲动驱动的快速交易反应所取代。因此“美国证券商交易协会”的营销专家们选用“QQQ”来代表“NASDAQ100”是反映这个股市历史中最具波动性市场指数的恰当符号。在这种“Q 文化”当中，人们把价格作为制定市场交易决策的基石，完全忽略了对企业商业价值的分析，这种“Q 交易者”把价格视为一切。但是，聪明的投资者知道真正的价值是多少，他们首先把估价作为关注的焦点，然后比较股票的价值和价格，来考察对个股的投资是否会有一个较好的收益率。这种分析思路就要求投资者成为一名商业分析者，而不是市场分析者或证券分析者，当然也不是“Q 交易者”。

《向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资》一书共分为三个部分。第一部分“两个市场的故事”首先向读者说明为什么以市场分析者身份进行交易和考察以市场为基础估价的做法是错误的；第二部分“告诉我‘钱在哪里’”分析说明在考虑企业业绩和价值时用到的工具方法，并对可能误导投资者投资决策被扭曲的财务信息的形成方式提出警告；第三部分“可信任的管理者”讨论了进行理性投资所必需的首要要素，即有能力判断出企业管理层（特别是首席执行官和董事们）的可信赖程度。

在《向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资》一书中，克尼厄姆把分析重点放在基本面上，分析了由两位市场大师所创立并定义的那些投资的基本要素。他抨击了当今的一些投资神话，认为要想在投资中获胜，必须利用基本事实和有效工具，分析投资企业的投资价值。这本非同寻常的著作，利用大量事实分析说明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了当今时代市场有的力量正在使股票价格与价值之间的差距变得越来越大，令人信服地解释了该如何消除这些差距，以及如何通过使用由格雷厄姆和巴菲特创建的商业分析投资方法和投资观念去发现价值被低估的股票。

克尼厄姆自称是以一个老师和教授的身份把格雷厄姆和巴菲特等成功人士的思想和做法概括成文，而不是作为投资咨询师。因此，他希望读者能用《向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资》一书来指导自己的股票挑选，从投机型的“Q文化”中走出来，转向以价值投资为主的“V文化”中，并成为一个内行的、老练的投资者。本书致力于创建一种独特的投资风格，书中把价值评估的基础知识同投资企业分析紧密结合在一起，分析对比了各种互相冲突的投资思想，在充满变数的资本市场中为我们提供了极有价值的指导。任何渴望成功的投资者都应该阅读本书，它以最具洞察力和易于理解的方式详细阐述了格雷厄姆、巴菲特以及其他专家的重要投资原则。



股市上没有救世主



《向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资》（以下简称《学思考，学投资》），顾名思义，是一本有关格雷厄姆和巴菲特投资理论与原则的导读。但与一般的导读不同，作者没有亦步亦趋地简单介绍，而是将自己的研究心得和大量的当代投资观点和实例融入此书，有些“六经注我”的意味。

不管是反对者还是赞同者，大多数金融财务投资书籍首先都得对有效市场理论表态，因为它是当代投资市场的显学，并被人称之为引发了一场当代的“投资革命”。《学思考，学投资》也不例外，它用了不少的篇幅论证有效市场理论在多大程度上是有效的，并为贯穿全书的主线——提倡投资的商业分析思想而反对市场分析思想——提供基础。

有效市场理论说复杂可以很复杂，说简单也很简单。简单地说，有效市场理论认为有关市场的一切信息已都反映在股价上，因此市场是完美的，投资人不可能持续地获得超过市场平均利润的业绩，不可能持续地战胜市场。学生忽然用一个有点插科打诨的例子，那就是一个信奉有效市场理论的教授和他的学生走在校园中，发现地上有一张百元大钞，学生想去拣起来，但被教授阻止——因为如果它是真钞，早被人拣走了，轮不到便宜你。

比喻是生动的，但也会造成争议。因为这个例子会勾起我们对“拾金不昧”的少年时代的回忆，凭什么不是我第一个发现人家刚丢的钱呢?有效市场理论问世后确实造成了很大的轰动和“误会”，传统的投资经理和顾问发现这威胁了他们的生存，更别提抹杀了他们的成就感。倡导该理论的经济学大师萨缪尔森就直言这些职业投资人和基金经理应该改行，成为水电工、希腊文教授或实业公司管理人，这样会为国民生产总值做些贡献，“如果没人推一把，很少人会甘心跳楼自杀”。

遭众人质疑的结果是，有效市场理论做出了修正，根据不同的市场，分成弱式、半强式和强式。即使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如此，该理论对传统的投资理念杀伤力仍是不小。比如弱式理论强调的是不能根据过去的价格信息历史来判断今后的股价走势，很明显，这至少是对流行的技术图形派的轻视。如果没有了这个根基，技术派还谈什么头肩顶、数什么波浪。

……

除了模拟市场指数化式的被动投资外，任何带有主动投资特点的机构或个人仍应记住投资的商业分析思想要比市场分析来得重要，我对《学思考，学投资》的作者克尼厄姆投资理念的总结是非常赞成的……《学思考，学投资》认为投资的商业分析方法包括三个方面的内容，即财务、会计和管理，这是很有见地的。其实，我们在上述相当篇幅都在谈论作为管理资金和其他资产学问的“财务”。

而格雷厄姆和巴菲特对有效市场理论最不以为然的，就是抹杀价值与价格的区别，而强调两者的区别也正是格雷厄姆财务学的基石。

至于如何确认价值的含义和对价值的衡量构成了该书第二部分会计分析的内容。各种公司价值衡量都有固定的公式和指标，将数据套入及理解这些指标的含义也没有多少歧义。一个智商正常的人，最多一个月就可以基本掌握。可惜的是，作为企业语言的会计学，赋予了企业管理者对具体会计准则的自由决定权。而我们都知道自由是一件很好的东西，但一旦滥用，危害也极大。

由于 2001 年中国股市的上市公司业绩和财务数据的虚假性被频频曝光，银广夏、郑百文、麦科特、东方电子、亿安科技、三九医药、美尔雅等作假违规公司的事例让人们再次体认到会计欺诈这一古老手法的危害性。

如果把时钟往后拨一百年，那么美国股市亦是如此。在那个年代，一张薄纸、几行数据就是年报，而且这已是信息披露的模范公司了。当时的问题股称之为“掺水股”，极为普遍。到了格雷厄姆出道的 20 世纪 20 年代，美国公司的会计欺诈依然十分严重，而且业内人士置若罔闻。格雷厄姆曾调研到一家上市公司存在恶劣欺诈问题，并将结果告诉了同事。没想同事恶狠狠地警告他：“你这样会毁了这个行业！”

当然，真正毁了这个行业的是 1929 年的大股灾，格雷厄姆虽在此前做了大量的分散投资，却仍逃不过一劫。劫后余生的他在其后的《证券分析》等著作中对假冒伪劣的诸多手法作了仔细剖析。

在这方面，《学思考，学投资》的作者克尼厄姆看来深得大师真传，特辟“数据的制造”一章，对当代的会计欺诈案例作了大量的分析，而这在类似的价值分析书籍中是很少见的。

美国虽然在 1929 年的大股灾之后，对各种证券欺诈进行了严厉的监管，并制定了各种章程和法律文件。但正如一些负面的古老行业一样，包括会计在内的欺诈迎合了人性的弱点的需求，照样大行其道，只不过显得更为“文明”和“艺术”。更让人感叹的是，绝大多数当代会计欺诈案例的一个共同点还是给利润注水，与当年的“掺水股”无异。

在分析层出不穷的造假案例时，克尼厄姆深有体会地指出：“这些常受批评的处理技术方法并不总是不道德的，也并不必然违反一般会计准则。然而，它们会经常地影响财务报告的真实性。更糟糕的是，如果公司采用一种宽容的态度允许这种攻击性操作行为的存在，那么会带来财务报告等级下降的危险，即开始的极微小的虚假行为，最后可能演变成为一场灾难性的财务欺诈。”更让人束手无策的是，许多造假行为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是一个系统的工程，并不容易被发现出来。巴菲特就警告过:“被偷走大量数额的钢笔，要比被偷走少量枪支安全得多。”所谓神不知鬼不觉也……

也许我们最终会发现，无论市场改进得多么完美，上市公司的诚信度多么高，要正确投资发现价值都是一件极困难的事。如果我们继续沿用投资一家上市公司就好比选女婿的比喻，那么，好在每个人的女儿都不多，而且女儿的年龄不同，让你可以有时间和精力去挑选。只要你不是孤儿院院长（这是投资基金和顾问公司)，就没有必要为这么多干女儿的干女婿去设立过度分散的投资组合。

股市上没有救世主，我们自己投资理财亦好，托付给别人亦好，最后还是取决于我们自己的判断力，这需要苦乐参半的努力；否则，港湾上停靠的游艇永远是别人的。（佚　名）



受益终生的财富

中国股票市场发展历史显然只有短短 10 多年时间，但发展速度相当惊人，普及率也惊人地高。“炒股”成为人们在口头使用率最高的词语之一。但是许许多多的股民朋友们在经过几年的股海冲浪后会发现，每日起早贪黑买这卖那之后其实并没赚到什么钱。为什么会这样呢？如何才能成为股票投资的真正赢家呢？这一切需要从根本上对我们的投资理念进行反思。

中国股市目前还很不规范。一些上市公司缺乏良好的企业经营理念和股东意识，在财务上造假，欺骗投资者；主力机构和庄家兴风作浪，无庄不成股；绩优个股受冷落，ST、IT 股反而成为市场追逐的热点；监管工作滞后或不力；等等。而对投资者来说，其投资观念比较单一，奉“炒”信“炒”为上，散户如此，庄家如此，甚至被认为是稳定市场中坚力量的基金也是如此。只看图形，不作价值分析；只做短线，对长线投资缺乏耐心；过分注重价差收益，轻视公司分红。尽管价值型投资方法在目前中国股市中可能还无法被广泛应用，但是它为我们提供了未来发展的方向和一种可能的选择。针对浮躁的市场心态和猖獗的投机浪潮，中国股市需要用一种全新的投资观念，来一次投资理念的思想革命。

所谓思想革命，就是要改变在人们头脑中业已成型的根深蒂固的一些错误的或过时的观念和看法，用新的正确的适合发展主流的观念和看法取而代之。

这场思想革命的目标，是像本书作者克尼厄姆说的那样，让市场中的短线投资者从投机型的“Q 文化”中走出，转向以价值投资为主的“V 文化”当中。这样做，可以用价值为链条把投资者、股票市场、上市公司三者有机地联系起来，形成一种良性循环。从而不仅于投资者有益，对上市公司也有益，更能促进中国股市乃至中国经济的长远健康发展。

劳伦斯·克尼厄姆先生的这本《向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资》，将两位大师的思想精髓融合在一起，继承了两位投资大师的思想衣钵，深入全面讲述了价值型投资观念和具体操作的战术方法，向我们展示了清晰的思维脉络和操作框架。更难能可贵的是，本书涵盖的内容更加广泛，从主流的市场是否有效之争一直到具体的价值分析方法、企业评价方法；涵盖了财务、会计、管理这三大价值支柱；从经典的传

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

统企业比较和评估直到新兴的网络浪潮和企业分析。每个方面不仅论述严谨清晰，而且通俗易懂，处处闪耀着名家的风范和思想光辉。从对价值投资论述的范围和对市场结合的程度来看，可以这样说，克尼厄姆在一些方面甚至超越了格雷厄姆和巴菲特！本书还有一个明显的优势，书中以当今知名大企业为对象进行实际的案例分析和投资价值比较分析，包括通用电气公司、可口可乐公司、迪斯尼公司、微软公司、亚马逊公司等众多企业，可以帮助读者更好地把握商业分析和价值投资的精髓和技巧！同时，对这些案例，作者从经营战略、企业财务、会计处理、经营运作等多个方面进行了比较分析，即使作为管理学的学习，也可以带给我们不菲的收获。

相信本书带给广大读者的，不仅是一种知识的学习，更将是受益终生的财富！坚信本书会给中国股市带来一股清新的气息，树立一种健康向上的投资风气！（王　庆）



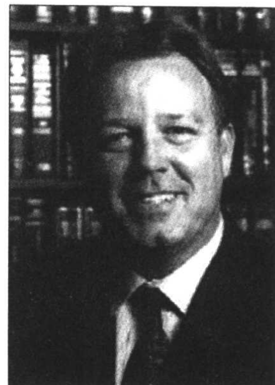
一个推动巴菲特思想广泛传播的人



劳伦斯·A·克尼厄姆1962年7月10日出生于美国费城，13时父亲去世，由于家境贫寒，他进入费城专为贫困孤儿建立的吉拉德寄宿学校。毕业后考入纽约的本杰明·N·卡多索法学院学习法律，曾获得过多次奖学金，1988年以优异的学习成绩毕业。从1988年到1992年，劳伦斯·A·克尼厄姆在华尔街著名的法律事务所Cravath-Swaine&Moore工作，该事务所擅长美国证券与投资业，在这里，克尼厄姆接触到很多投资方面的专业知识。之后，他接受母校的邀请任职企业法专业的教授。1996至1997学年度还曾到乔治华盛顿学院担任客座教授，后任职美国纽约市卡多佐法学院教授及海曼公司治理中心主任。2002年起，担任波士顿学院的法学教授，后又任职于乔治华盛顿大学。

克尼厄姆被公认为企业法及证券法方面的专家，在哥伦比亚、密歇根州等地的法律期刊上曾发表了40多篇学术文章，成为被广泛引用的重要文献。他还出版了《会计及财务学概论》等10部著作，其中最重要的一部著作是《巴菲特致股东的信》。

由于巴菲特从未写过书，但他在每年致伯克希尔·哈撒韦公司股东的信中谈到了他对投资、管理和公司过火行为的很多看法。


劳伦斯·克尼厄姆

克尼厄姆对巴菲特写于1979年至1996年的信进行了筛选，按照公司治理、公司财务与投资、普通股、兼并与收购及会计与纳税等专题，将巴菲特历年致股东信的精髓整理成书，系统展现了这位大师的投资和管理哲学。为能够更好地将巴菲特的投资理论介绍给读者，克尼厄姆曾多次和巴菲特会谈。

巴菲特给伯克希尔的股东写信的初衷是以管家的身份"尽力向他们提供如果将我们的角色对换时我们认为有用的信息"，谁也没有料到，这一封封貌似平常的信，却使巴菲特成为有史以来全球最伟大的教师。连巴菲特自己都认为此书的价值超过任何一本有关他本人的传记。美国卡多佐法学院和其他法学院、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

商学院关于合理公司行为的专门课程都将本书列为标准教科书。该书已被译成中文、法文、德文、希腊文、西班牙文等多国文字，巴菲特的投资哲学和经营之道能够在世界各国广为传播，克尼厄姆可谓功不可没。



第一章　动荡、泡沫、崩溃——疯狂的市场先生

原著精选

有这样一个病人，他患有典型的癫狂症，经常做出两种性质截然相反的混乱反应。他可以持续几个月地进行疯狂消费，到处借钱来买一些他根本不需要的东西，而在另一时期内他又善于言谈并充满了思想智慧。他可能在兴奋时会引诱你去买下布鲁克林大桥（布鲁克林，纽约市西南部的一个区），然后又突然改变脾气，陷于长达数月之久的消沉寡言之中，即使是极为细小的一点点烦恼，如一个很不重要的坏消息或一个令人失望的预期结果等，都会让他大动干戈，怒气冲天。

上述的例子只是一个比喻。我所描述的这个“病人”，实际上就是股票市场。股票市场有时极端地兴奋，有时又充满了恐惧。当有大量资金投入时，它会扶摇直上；而当资金大量撤出时，它又一落千丈。它反反复复，上上下下，就像马戏团里跳弹簧床的小丑一样，不断地编织着不费吹灰之力而一夜暴富的神话，而一旦有哪个公司没有达到预期的每股收益目标时，它就会板起面孔，骤然下跌，进行调整。

对市场行为有深入了解的聪明的思考者已经认识到，股票市场存在的这些症状是无药可救的，它总是脱离商业或经济现实，无缘无故地变胖，然后又快速减肥。尽管这样，还是有机构参与到市场当中来，对市场做出的导致恐怖性萧条的威胁行为和极端行为进行管理，必要时关闭市场，诸如证券交易委员会这样的政府机构，以及如纽约股票交易所这样的私人机构。

然而，目前并无灵丹妙药可用。在本杰明·格雷厄姆看来，“市场先生总是拒绝承认自己的癫狂，因为有无数的研究颂扬它是如何理性的；有难以数计的调查和书籍著作证明它是如何有效的；人们编写出大量描述 β 值的图书来说明它是如何简单而准确地揭露股票本身含有的风险的；投资组合的分散化策略成为降低风险的唯一有效手段，并被人们认为它是金科玉律，至理名言。所有这些，导致市场先生对自己病症的否认。当然，不承认有病，也就无法对症下药来治疗。

让我们对格雷厄姆的市场先生的症状做进一步分析。有一种叫“立克次氏体”的恶性微生物，它会引起一种类似伤寒症的疾病，这种疾病的症状是不省人事和精神混乱。它总是萎靡消沉和极度亢奋两种状态间歇性发作。这种病症通过一种叫 tick 的吸血寄生虫来传播，这种寄生虫还传播一种叫 Q 烧症（Q fever）的疾病。

当你冒险进入股票市场的时候，一定要像在森林中远足那样保护自己、把自己装备好以同 Q 烧症做斗争。本杰明·格雷厄姆和沃伦·巴菲特都对如何同市场先生斗争提供了药方。

他们建议：认识不到自己的患病征兆和有病不治是愚蠢的，同样，卷入其中把自己暴露在传染病面前也是愚蠢的。相反，应该利用市场先生，使之为我所用。

格雷厄姆所说的市场先生和上面的 Q 烧症的比喻，都不是暗指市场参与者的心理状态。但是，人们独立操作的理性行为往往也会产生非理性的市场效果。许多投资者只是简单地听从专家的意见或是大多数人的看法，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

种跟着羊群一块走的做法也许是理性的和聪明的，但是你往往也会和他们一起直接跌下悬崖。

1.1 摇摆、泡沫和崩溃

价格这种寄生虫驱动市场波动性有疯狂变化，在现代股票市场传染瘟疫。趋势交易者和板块交易者不仅是受害者，同时也是 Q 烧症的传染体。在人们蜂拥而来追抬某种所谓持久的增长趋势时，疾病就在市场中蔓延，成为流行性传染病。小弗雷德·施维德在他的经典著作《客户的游艇在哪里》一书中，用嘲讽的语言，对人们的这种总是试图形成某种决断性趋势的幻想进行了否定。

股票价格平均的年波动率在 50% 左右，然而股票所对应的商业价值却相对稳定得多。股票换手率是极高的。以交易量占总流通股数的比例来分析：纽约证券交易所在 1982 年至 1999 年期间，该比例从 42% 上升到 78%；纳斯达克市场中该比例在 1990 年至 1999 年间，从 88% 骤升到 221%。某些股票一夜之间就可能暴升数倍，也可能猛跌不止，而与潜在商业价值的变化并无任何关联。

相对于过去的几十年，现在投机行为越发猖獗，股价的波动速度也大幅增加。伴随着信息的迅猛增长，无论出现真实的还是虚假的信息，市场的波动性都迅猛增长。在市场上升前入市，在市场将下跌之前撤出已成为交易者奉行的圣经。这显示出不仅市场先生真实存在，而且还有成千上万的同谋者为虎作伥。

在整个有组织的证券交易所市场中，历来存在许多依据股价水平来进行跟风操作的人们。这种跟风，往往是与主要的价格指数同升共降。但是，从 20 世纪 90 年代末期开始，直到 21 世纪初，市场出现了两种不同的交易途径：道琼斯工业平均价格指数引导工业企业走一条路径，而纳斯达克平均指数则引领高科技企业向另一个方向发展。市场分化已经出现。

尽管新经济中包含五大泡沫，但是它的狂热追随者们仍然把一些新的高科技类股票价格吹捧到一个疯狂的高点，即使这些企业利润甚微甚至为负值；对那些利润保持稳定增长的传统经济中的股票不屑一顾。结果在纳斯达克市场萎靡不振时，道琼斯指数也起伏不定。一方下跌时，另一方会从中受益。总之，可用一个词来描述这个疯狂市场，那就是乱七八糟，一团混乱。

在这样的市场中，任何想要对市场转变的规律性做出预测的想法都是不可能的。看看 2000 年 4 月 14 日这天的市场情况，你就明白我为什么会这么说。在 4 月 14 日这一天，各种股指一起大幅跳水，道琼斯指数下跌 6%，纳斯达克指数下跌 10%。然而在下一个交易日，又双双大幅反弹。道琼斯指数上升近 3%，纳斯达克指数上升 6.6%（再下一个交易日，双方又分别上升近 2% 和超过 7%）。

对这些反常的升跌和价格的大幅偏差，根本就无法做出任何合情合理的逻辑解释。所能得出的唯一结论是：市场先生是反复无常的。仍以 2000 年第一季度为例，纳斯达克市场在这段时间内有 4 次跌幅超过 10%，而每次下跌后又迅速回升，单就 2000 年 4 月份而言，它就创造了两次历史最高升幅和 3 次历史最高跌幅的纪录。在世纪之交的这几年中，道指的大幅下挫也是极为常见的。

……

也有一些专家把 1987 年股灾归咎于一些机构交易者的交易行为，包括程序化交易和投资组合保险。当市场价格下跌时，大规模投资者为了避免投资组合损失，往往有计划地大量抛售手中持有的股票，这种行为加剧了市场的崩溃。另外一些专家把责任归于衍生金融工具。这些工具的价值随利率或汇率等标杆物价值的变化而变化，如果衍生工具设计合理的话，可以降低风险和市场的波动性，反之，它们就会使市场价格的波动更加恶化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但由于股灾具有全球性影响，并且程度如此之深，以至于几乎没有人会同意上述的种种解释。绝大多数人相信，对于像1929年股市崩盘，1987年崩盘，1989年发生股市大动荡，以及世纪之交的价格大波动等等这类极端价格变动情况，是不可能给出一个合乎理性的解释的。市场狂乱不能简单地用有效市场理论来解释，它是除企业基本面信息发生变化之外，各种复杂力量综合作用的产物。

像这样的市场狂乱情形并不是孤立发生的，在现代金融的发展历史中也屡见不鲜。股价远远高于其真实价值的市场泡沫状态是极为经常发生的。目前已发生过的较大的股市泡沫状态有：从1959年到1961年的科技股泡沫；在20世纪60年代末70年代初发生的所谓"漂亮五十"（Nifty-Fifty）股票泡沫；1978年发生的投机性股票泡沫危机；70年代末期的石油和能源类股票泡沫；1986~1987年间发生的家庭购物泡沫；从90年代早期开始并持续到现在的生物技术泡沫；以及20世纪末到21世纪初的狂热的网络泡沫等。

截至2000年年初，网络行业的市场资本额（等于股价乘以流通股股数）将近1万亿美元，年销售额3000万美元，每年损失达30亿美元。1999年期间数以十计的网络概念股被发行上市，纷纷拥入只允许极少数获利公司可以存在的这个新兴行业。具体来看，这些网络股的业务范围分为：17家从事医疗保健业务的公司；7家B2B电子商务公司；6家音像制品销售公司；5家人才招聘站点和3家旅行代理公司。一时间触网热潮不断，网络业就像圣诞节那样充满了勃勃商机。

技术革新的蛊惑驱使资金大量流入网络业，这种蛊惑和以前的市场泡沫危机本质上并无大的区别。像20世纪60年代的技术泡沫缘起于彩色电视和商用喷气飞机的技术革新，它带来了电子类和以"真空管"命名企业的新股发行热潮，从这种意义上来讲，它和1999年的网络热潮在根本上是一致的。在这两个时期，股票换手率都十分惊人，产生了大量高价股，创造了许多企业帝国的神话，开创了一个崭新的历史：60年代的那次热潮被称为"新范式"；而世纪之交的这次浪潮的代名词是"新经济"。但是正如巴菲特先生所说的那样："如果某样东西不能永久存在，那么它必然走向灭亡。"

像20世纪60年代的电子技术泡沫那样，网络泡沫也不会突然消失，它很可能会走日本80年代股市泡沫消退的老路，用整个90年代的10年时间逐渐地对东京证券交易所的全部股票进行价格调整，以消除过大的市场泡沫。60年代和90年代的这两次技术泡沫有一个共同点，即出现了防御高价格的新方法，这个共同点也是投机性泡沫的最常见特征之一。

在20世纪80年代的日本，股票定价的依据不是企业所能创造出来的利润或现金流，而是企业所拥有的相应资产的价值。这导致各种企业纷纷把资金投入到当时认为升值空间巨大的房地产投机当中，结果造成了日本经济长达10年的萧条。同样地，我相信，在21世纪美国也会遭受同样的灾难。

这些例子表明现在美国股市状况极有可能是一些历史悲剧的重演：近者如20世纪80年代日本股市情况，远者是17世纪30年代荷兰郁金香球茎的狂潮和18世纪20年代英国南海公司股票热潮。而这些例子中的任何一个，引发疯狂抢购的主要原因看起来都是合乎情理的：郁金香作为一种新鲜花种，又是荷兰的国花，其珍稀的郁金香球茎当然极具价值；英国南海公司垄断了同西班牙的贸易往来，其股票也当然富有投资价值。

但是结果却都是蜂拥而入，空手而出。越来越多的资金被投入到郁金香球茎和南海公司股票的期货交易合同当中，投入的资金越多，紧跟着需要再投入的资金也越多。直到有一天，美梦破灭，恐慌降临。在荷兰，疯狂抢购使郁金香价格达到如此之高，以至于投机者付不起他们有权购买的那些郁金香所需的资金；在英国，南海公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也最终并没有取得投资者们所期望的巨额利润。大量资金被套牢，恐慌性抛售最后导致了股市的崩溃。

如果有效市场理论是真实的，那么美国股市不仅在全世界范围内而且在整个的历史当中，都是独一无二的。让我们来看一下市场观察家约瑟·德·拉·维格在 17 世纪末期对当时的阿姆斯特丹股票交易所的评论，这段评论是以一个商人和一个投资者之间的对话形式来完成：

商人：从事股票交易的那些人都是相当愚蠢的，他们变幻无常，常常做出疯狂的行为，充满了骄傲和愚笨。他们总是没有任何动机就买进股票，又常常毫无理由地抛售。

投资者：这些人其实是很聪明的，他们发现在股票价格有下降趋势的时候，价格会有一个上涨，而在市场处于狂热之中时，价格就会下跌。特别值得一提的是市场中有两类投机者。第一类构成了牛市，第二类构成了熊市。牛市就像长颈鹿一样，无所畏惧，他们喜欢任何事物，表扬任何事物，夸大任何事物。即使着大火了他们也毫不在意，灾难也不能扰乱他们。而熊市呢，恰恰相反，他们被恐惧包围着，充满了神经质。在这些人眼中，兔子可以变成大象，小旅馆内的吵闹可能就是叛乱造反，有点阴影他们就认为下面是无底深渊……价格的下跌是不需要有限制的，同样价格上升也有无限的可能性。因此看到股票的超高价格，你也并不需要感到吃惊。

是不是听起来有几分相似呢?唉，除了骄傲自大和厚颜无耻之外，我们不应该相信美国股市确实是世界历史上独一无二的吗?

1.2 市场中的一些反常现象

有效市场理论也无法解释许多与市场价格有关的问题，如摇摆、泡沫和崩溃。大量无法给予合理解释的市场现象对有效市场理论进行了有力的反驳。这些反常现象如：

·一月效应（股价有在一月上涨的趋势）

·内幕效应（指公司内部人员向证券交易委员会披露购买信息后，股价会上升；反之披露抛售信息后，股价会下跌）

·价值线效应（指有高评估价值的股票的价格会超出市场平均水平）

·分析者效应（分析者数量少的公司的股价会高于有大量分析者公司的股价）

·月份效应（股价有在月末和月初上涨的趋势）

·周末效应（股价在周一表现差，而在周五表现较好）

市场中也存在一些奇异的关系，如裙裾指示器（价格总是升和降一前一后地交替，升或降的幅度等于裙子的平均长度）；超级棒球效应（在超级联赛期间，如果获胜方是最初的全国联赛成员之一，股价就会上升，否则就下降）。

这些反常现象当中，有些随时间而逐渐消失，如一月效应在 15 年前消失了。当一月效应消失时，有效市场理论的追随者们高兴异常，他们认为该效应的消失正是市场有效的证明。但是奇怪的是，这些后来消失了的效应为什么会存在数十年（一月效应共存在 70 年）?好像也无法给出什么合理的解释。

更令人惊讶的是，许多著名的选股专家运用这些反常现象创造出了惊人的投资业绩。这样的专家很多，包括本杰明·格雷厄姆、沃伦·巴菲特、勃克利·哈撒韦公司副主席查理·芒格、约翰·梅纳德·凯恩斯、贝尔纳·巴录、温莎基金的约翰·尼弗、红杉基金的威廉·罗尼和理查德·克尼弗，以及许多其他著名的投资专家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1.3 存在大量的模仿者吗

能不能像有效市场理论的支持者常说的那样，上述这些投资专家的成功也是一种反常现象呢?或者说这些人只是足够幸运而已？如果有人说存在一个虚构的模仿者，可以随意地在打字机中写出《哈姆雷特》的全文，你会相信这是真的吗？即使你觉得这是可能的，那么为了强化你的观点，这位模仿者还应该能够用正确的语言写出《罗密欧与朱丽叶》、《麦克白》以及莎士比亚其他著作的全文。即使这在理论上是可能成立的，但是在现实中，存在一位（或许多个）这样惟妙惟肖的模仿者看起来就令人难以置信。

以模仿者的观点来看，他们认为运气在他们的投资中起到至关重要的作用，正如运气在他们生活中其他方面所起到的作用一样，他们是幸运的“模仿者”。这一观点的倡导者是普林斯顿大学的波顿·麦格克尔教授，他在《漫步华尔街》一书中用抛硬币的方式进行了比较。

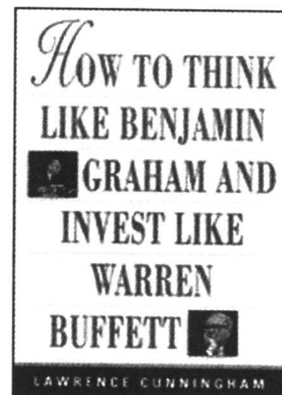
选出 1000 人进行抛硬币比赛，硬币头向上的为获胜者，可以进入下一轮比赛。从概率法则来讲，平均有 500 个人会头向上，500 个人背向上。500 人进入第二轮比赛，同样由于概率法则作用，会有 250 个幸运地抛出头向上的人进入第三轮比赛，有 125 人胜出，依次地，第四轮中有 63 人胜出，第五轮有 31 人胜出，第六轮 16 人胜出，最终有 8 人赢得了最后的胜利，被授予抛硬币能手的称号。

然而，把投资成功只解释为运气好，显然这样的解释是不够充分的。首先，尽管投机和赌博性投资有点像抛硬币，但投资并不仅仅是抛硬币那样简单。大投资者往往做许多准备工作，形成自己的投资理念来指导他们的选股工作，而不会仅靠抛硬币来决定在众多数量的股票中选择哪一只。不可能也不现实。

其次，幸运的模仿者为写出莎翁著作，必要坚持几十年如一日，每天都来打击键盘，就如同日交易者要每天点击鼠标，持续几十年那样。这样还可能一直有那样的好运气吗？而且，大投资者并不奉行每日操作战略，模仿因此也就更难了。

举个例子。巴菲特在近 40 年时间内投资了大约 10 种股票，为哈撒韦公司赚取了几百亿财富。他奉行长期投资战略，当公司股价被市场严重低估时他大量买进，然后一直持有。例如，巴菲特在 1973 年买进华盛顿邮报公司的股票。该公司股价当时受到重创，不仅仅是因为它报道了水门事件而受到尼克松政府的责难，而且当时美国股市正处于二战后极少有的几次萧条时期之一。巴菲特以股票内在价值 1／5 左右的价格购进大量该股，安全边际率达到 80%。从中可以看出，运气在日交易者的投资中所起的作用很重要，而在勃克利公司的投资中，投资原则才是最为重要的。

在解释一个人努力奋斗取得的成功时，运气只是其中一部分原因，并不是全部。就像那些历尽千辛万苦最终抓到蝴蝶的人，靠的不单单就是运气，更主要是有一张专门的捕蝶网。格雷厄姆对幸运和工作两者之间的关系做了很好的解释，他说：“危难之际的幸运的逃脱，和依靠绝顶聪明的智慧来设法活命，这两者之间并没有多大分别，至少在最终结果上是这样的。但是在运气或精明决策的背后，都需要进行周密的准备和具备经过训练的某种能力。”



《向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资》英文版封面

无论是否把投资者划分成价值型投资者、成长型投资者、基本面投资者、机会型投资者或其他，这些超级大户们成功地重复他们交易的共同特征是他们都具备一些常见的判别原则。凯恩斯被认为是一个胆小的投资者，他在市场出现两极转换时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

抓住机会进行投资，这种短期行为与格雷厄姆和巴菲特奉行的“价值型”长期投资策略形成鲜明对比，但是这两种策略的共同之处，是都强调在市场先生发生两极混乱状态时，在价格与价值的矛盾之处进行分析。

所有上面提到过的杰出的投资专家以及其他许多人，如菲利普·费雪、彼得·林奇、乔治·索罗斯等，都通过运用这些简单的判断而取得了巨大成功。对于他们这些人来讲，体系和公式等并不是最重要的，最重要的是他们的分析质量和他们思考、判断的独立程度。

这些杰出的投资家们都设定了一个严格的准则，他们往往只分析极少的几个方面，但这些却都是必不可少的。每个投资天才都按照格雷厄姆的第一条原则来投资，即市场不能对股票按商业价值进行准确定价。巴菲特把这条原则发挥到极致，他只购买那些股价被市场严重低估的股票。所有这些投资巨人们都强调分析避免坏交易，即股价被高估股票的重要性。

这些投资天才们和其他一些人，如巴菲特的合作伙伴查理·芒格，都清醒认识到可供选择的投资机会有成千上万，从中选出一个需要必须确认该选择是市场中最好的一个。但是机会并不会主动送上门，测试机会大小的方法之一是使用罗伯的方法，即经常自问如果把你的大部分资产投资到你正在考虑的那一种股票上，你是否会感到足够放心和满意。

巴菲特和其他著名投资家如彼得·林奇等人，都认为做出明智判断的决策取决于对商业的理解能力。有一些基本尺度是这些顶尖级专家所看重的，如企业的竞争能力、品牌力量，以及企业培育可获利新产品的能力。

这些真正的投资专家（并非幸运的模仿者）对把资金集中在某些特定公司上并无太大的担忧。如约翰·尼弗，在 1964 年至 1995 年担任温莎基金经理期间，每年的收益率都比市场平均水平高出 3%，而且收益十分稳定，他最多的时候曾经把基金总值的 40% 全投入到某一单个行业当中。巴菲特控制的哈撒韦公司拥有非常多样化的投资领域，但是这种多样性是依产品所能带来的巨大资本增值率而偶然形成的，并非巴菲特本人刻意对投资企业和行业进行经常性调整的结果。

对于投资者来说，上述这些对市场和企业的一般性判别最终要落实到对企业基本面的分析。首先要考虑的因素是企业的经济特征，如很好的财务状况、稳定的收益和增长率、较高的销售收入和利润率，不断利用企业自己创造出来的资金来融资以替代外部融资。那些投资专家们还花费很大精力去分析企业管理者的质量和是否诚实可靠；企业最大化其潜能；资金分配是否明智；以及把商业盈利分配给企业的途径。他们特别强调对例外事件的管理，以及对商业环境变化做出快速反应的能力。他们看重管理者的深度和诚实，包括与员工建立和谐的关系和提升企业精神。

对冲基金经理乔治·索罗斯对此做了很好的总括，他说：“流行的看法都认为市场永远是正确的，而我则假定它永远是错的。”在信奉市场有效的那些人看来，价格变化绝大多数都是由企业基本价值发生变化决定的，因此采用分散化策略精心挑选出的股票组合的价值要高于整个市场水平。对市场有效性持否定意见的人则认为，多数价格变化并非是由企业基本面变化而引起的，分析的目标是找出价格低于公司价值的那些股票，因此从这个角度来讲，考虑单个企业比分析总体市场更为重要。

接下来的两章是对上述这两种观点的具体阐述。第二章描述市场有效思想的形成历史；第三章重点讲述有效市场理论的矛盾之处，对有效市场理论进行反驳和批评。如果你是有效市场的反对者，你可以直接跳过这两章；而如果你是有效市场理论的支持者，你就应该读一下这两章，它将改变你的看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四章是对当前市场环境的考察，看它是符合有效市场思想，还是符合混乱市场看法。结果表明我们目前的市场正在朝越来越无效，而不是越来越有效的方向发展。因此，本书的其余部分采纳了这个观点，认为股票市场并不充分有效，并提供了若干可以有效利用市场非效率性的工具。



第五章 你能做什么——赢得另外的 1/5

从前几章的介绍中我们已经知道公开资本市场的平均循环周期大约是 4 年，但是知道这个并不能为我们的投资提供什么有用的技巧，因为它本身就不是什么投资诀窍。而且，我们还了解到股票市场的有效性（即有效市场理论）具有大约不到 80%的正确性（小于 4/5），这验证了格雷厄姆的判断——市场先生是确实存在的，只不过不那么完美而已。现在的问题是如何处理有效市场理论所不能解释的剩余 1/5 多的市场定价问题。答案是我们应该对这 1/5 部分加以充分利用。

或许市场先生自身的疯狂—萧条两极性质可以被更好地诊断；或许对非线性相关和有效市场理论的不足性进行更深入研究探索是治愈这种两极混乱的最好药方；或许对市场本身弊端有更正确的认识可以减少对有效市场理论的拒绝机会并为其根治带来一线希望。但是，这些都只是“或许”,只是一种可能而已。

我们可以确定的是市场是十分复杂的。还可以确定的是，在现有的各种市场现象的作用下，对交易规则的检验测试和运用各种成熟的投资公式并没有多大意义。之所以这样说，并非是因为市场是无效的，而是因为这些操作都被人们的思维混乱所感染了。

我们仍然要努力引导代表市场阴暗面的斯库拉女神和代表市场繁荣的卡力布狄斯女神。做到这一点是可能的，因为市场总是不断间歇性地朝狂乱进军。因此一个比较笨的理论即购入股票等待在未来有收益之后再转售出去，这种看法也许是正确的，但它需要在将来你卖出股票时，市场中有人想要购入它。这样来看，在长期市场运行当中，信心就是一个十分重要的东西。没有对未来的信心，短期市场中发生的混乱和价格错位就得不到修正，未来股市的发展就受到影响。

市场中的非理性行为和混乱状态削弱了有效性的生存基础，但它们并不会削弱人们对长期稳定市场的信心基础。相反，正是由于存在这些非理性行为和混乱状态，才给那些聪明而谨慎的人们带来了机会，他们利用商业价值分析这个工具，可以正确地确定什么时候是合适的时间，可用来充分利用市场的极度混乱衰退，而在什么情况下又必须在市场极度狂热时保持清醒与冷静。

到底有效市场理论可以解释多少市场行为，对这个问题的争论总是无休止的。有效市场理论的支持者们总是这样认为，该理论最开始对市场行为解释得很少，这就给那些具备信息优势的人们（如看过某些有关书籍的人）带来了乱中取胜的机会，这些人不断参与到市场中来，结果纠正了各种混乱行为，因此有效市场理论得到了修正和重建。而具有争议性的问题是：到底这些行为的最终效果在多大程度上改变了原来的市场状况？看来这也是个需要人们一直讨论下去的问题。

综合起来看，网络上发布的大量低劣的商业信息和许多日交易者以这些信息为依据来制订交易决策的这种局面，向我们表明了投资者是具有想获取信息的强烈动机的，并且在他们获得信息之后还有许许多多的工作要做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

换句话说，如果当前的交易状况决定了明年有效市场理论对市场行为的解释有70%的描述能力的话，那么人们按这种思维来操作，很可能在后年会把这种描述能力恢复到80%的水平。参与并利用这个过程的那些人，最可能的是那些具备商业分析思想的投资者。

5.1 谁该对股价负责

从管理者的角度来看，市场复杂性的一个重要后果就是公司的董事和管理者们并不能控制股票价格。因此，股东不应该期望或要求他们最大化股价。对管理者们只应是要求他们管理好自己的工作和企业基本价值，而不应该对市场如何对公司绩效做出反应负责任。决定市场做出什么反应的是投资者和交易商，而不是企业管理者。

但是，如果长期内企业股票表现很差而仍然认为这不是管理者的责任，那么这种认识就是错误的。这也就是说，如果是由于市场对公司股票反应过于强烈而导致股价有较大波动时，管理者不应该对此负责。但是如果是长期内股价低于平均价格水平，管理者就要承担责任，必须反思自己在管理上是不是有什么愚蠢的不合时宜的举动，因为管理问题最终是要在股价上反映出来的。

优秀的管理者会让公司平均股票价格一直高于市场平均水平；而蹩脚的管理者只会让股价低于平均水平。但是无论是优秀的，还是蹩脚的管理者，都不需对企业股价间歇性的上涨或下跌变化而沾沾自喜或垂头丧气、受到指责。正如本杰明·格雷厄姆所说："杰出的管理者会创造出一个很好的平均市场价格，一个坏的管理者只会创造出差的市场价格。"

不论怎样，毫无疑问的一点是管理者必须不断采取一切可能手段努力去影响公司股票价格。这包括：从一些常见的手法（如对公司出现的小问题发表声明表示乐观有信心解决），到一些非法的不道德的手段（如伪造公司收益、利润等关键数据指标，本书第二部分将详细讨论），以及介于两者之间的一些方法（如声明在公司资产转让之后要对股东给予很高回报等）。

然而这些努力，并不是为了让股价等价于潜在商业价值。相反，多数经理人员都希望公司股价能够尽可能地高，而从不考虑它的商业价值是多少，二者是否匹配。这种看法实际上是十分错误的，正如巴菲特不断强调的那样，这种价格与价值的脱节，意味着在一段时间内，企业的商业经营结果并不一定会给这段时间内持有该企业股票的股东带来收益。

对照企业的潜在商业价值，对公司业绩进行评估并把评估结果反映在公司股票的市场价格当中，真正这样做的人是投资者，而不是公司管理者。但是投资者并不敢保证可以把公司业绩十分完美地在市场中以价格表现出来，因为信息波动性、交易波动性、交易者波动性都会介入到对企业价值和市场价格的确认过程当中，使之发生一定的偏差。然而即使这些偏差都不存在，或可以把它们调整过来，投资者花点时间来深刻理解企业的商业价值并确认它们的市场价格水平，这种工作仍还是有价值的。大的投资者往往都具有很强的动机这样做，并从中得到了丰厚的回报，这种回报大小与持股数量是成比例的。

总之，这些看法都说明积极的、掌握一定信息的、投资规模较大的长期投资者都注重对企业的商业分析，正如巴菲特对他控股的哈撒韦公司的描述："主要、稳定和兴趣高昂的股东，总是对公司相当拥护的，有分析能力的和客观公正的。"因此，这样的投资者们他们所要做的工作不是要努力使得有效市场理论达到比70%更高的正确性，恰恰相反，是要充分利用有效市场理论在过去30年中造成的商业价值与市场价格相分离的这种局面，来更好地自己谋取利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

5.2 坚持你的做法

商业价值与市场价格的分离这种状况使得我们必须要转变常用的投资思想。有太多的投资工具和投资者都经常把股票的市场价格作为评估企业价值的尺度，但这种方法很显然把前后顺序颠倒了，市场价格是投资者在评估过程的最后阶段才应该看的东西，它们所能告诉我们的，不过是为什么要买人（或卖出）该种股票而已。

市场根本不会告诉你这笔交易是否划算，是好还是坏。要回答这个问题，需要依据基本商业活动和上市公司的经济状况进行一个价值评估。这也是本书余下部分所讨论的。

在使用这些工具的过程中，所有的投资者，无论个人投资者还是机构投资者，都应当认识到本章开头提出的那个问题所引起的市场复杂性：股票市场以四年为周期进行循环到底意味着什么？当然，对此我们可以很明确地给出答案，这就是在过去 30 年中出现的革命性的投资思想——有效市场理论，现代资产组合理论和资本资产定价模型——可能误导了人们的行为和思想。

以下是我们要重新思考的一些教训：

·研究股票对个人的投资机会大小，并不浪费时间。

·考虑是评估个人投资机会大小有意义，还是在股市中随机选取一组股票构成投资组合更有意义？这种思考可让你在股市中有更好表现。

·使用现代资产组合理论，依据“贝塔”值所判断出的风险大小，采取把鸡蛋放人不同篮子，通过分散化来降低风险的战略，这种战略实际上并不会让你表现更好。

还需要指出的是，现代金融理论的最惨重的教训之一是资产组合保险的出现。所谓资产组合保险，实质上是一种计算机操作技术，当股票市场下跌时，它可以重新调整投资组合。对资产组合保险的广泛使用促使了 1987 年 10 月股市崩盘和 1989 年 10 月股灾的发生，因为该模型的思想和对策就是当股价下跌时，卖出这些股票。

资产组合保险的运用，对整个市场和它的参与者们都造成了极大影响。这种巨大的错误说明了在所有投资者中常会犯一些相似的错误，包括被中小投资者所忽略掉的投资机会。因此，你应该忽略这些现代金融理论和其他一些半成熟的市场看法，坚持投资的正确方法。

5.2.1 战略选择

你或许会有这样的疑问：如此费脑筋地分析商业价值是否值得？是否可以让别人来做这种工作然后你自己搭个便车？对于这种搭便车战略，经济学家常常用这样的一个例子来加以说明：假设有一个国家为了建设一支强大的军队，而对老百姓施以重税。所有人都认为为防御外敌进攻这样做是合理的，而采用搭便车战略的人，即逃脱者，虽然没有对国防建设做出什么贡献，但也和其他人一样享受到国防稳定所带来的好处。这即是搭便车。

对于一个投资者而言，让别人去做这些投资研究而自己在市场中做一个搭便车者，这样做是可能的吗？答案是否定的。首先，在上面谈过的典型搭便车例子中，人被分成两种：正常纳税者和逃税者（即搭便车者）。而在股票投资中，投资者被分为三类：做投资研究的人，投机者以及搭便车者。投机者的出现使得那些乐于搭便车的人可以利用投机者根据投资研究而做出的愚蠢行为和操作。

你或许会问，如果那些做投资研究的人可以从投机者那里获得高额回报，为什么不是每个人都不去投机而转为做研究分析工作呢？这是一个非常好的问题。投资者应当这样做的，但实际上他们并没有。研究分析工作的忠实支持者，格雷厄姆和巴菲特，一直对投机者的这种惰性行为感到十分惊讶，他们俩始终不理解为什么会有那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多人不是进行积极的分析，而总是像旅鼠那样懒惰。这在格雷厄姆和巴菲特看来是完全不可理解的。这些投机者所做的，正是上文所描述的那些情形。

即使是采取与搭便车策略相类似的投资战略，它也需要利用一些基本分析工具。可能适合于许多人的最常见的搭便车策略，就是对指数基金进行长期投资。所谓指数基金，就是该基金购入的股票都是已有某种市场指数（如标准普尔 500 指数）中的成分股，并且对每种成分股的投资额与它在市场指数中的构成比例一致。这种指数基金现在在整个投资资本中占有相当大的比例。

人们对这类基金感兴趣是有许多原因的。像标准普尔 500 这样的指数，它的市场表现一直优于积极型投资组合基金；指数的变动相对较小，因此指数基金股票换手率较低，因而成本较低，在税收回避上也可以得到好处。

盯住指数进行投资操作的主要不足之处在于对股票的基本面关注较少，更强调股票的过去收益情况而不是它的未来发展前景。这种交易不随投资者的商业分析能力和个人偏好而有所改变。利用指数基金来进行投资，投资者只需付出些许努力就可以确保获得市场平均收益率水平。尽管如此，投资者还是应该把“股票篮子”与所跟踪的市场指数，如标准普尔又幻或其他，做一比较，以评估股票篮子中的股票是否具有更高的价值。做这种决策，就需要用到本书所讨论的商业分析方法和思想，即使你可能并不会在实践中很严格地按照它来执行，掌握这种方法还是有百利而无一弊的。

对股票基本面的监督是一种比较常见的做法。指数基金的购买者也需要像股票购买者一样知道购入资产有多大价值，不论是指数还是股票，二者都会发生向上或向下的波动，这是很正常的。并不能十分明确地保证总体股票市场就一定会上涨，它们也会下跌，而且事实上它们是经常下跌。

在熊市弥漫持续时间很长的情况下，坚持不抛死不割肉这种做法的价值显然不如在购买前先做分析的价值大。市场大势如何发展，是向上还是向下，这是很难预测的，即使对长期趋势而言，要做到准确预测也是很难的。但是，对某一只特定股票的未来市场表现做出预测还是有可能的。

股票投资基金是一种管理化的投资组合，它由从市场中选取的一些股票构成。在基金中，往往有一个投资委员会，对股票的买或卖进行决策。共同基金的投资者们支付这些交易的成本，加上其他的费用，使得投资共同基金比指数基金更昂贵。从税收的观点来看，它也是比较昂贵的，因为共同资金投资组合的变化常会产生资本利得，而共同基金的投资者要为此纳税。

共同基金投资的这种税收后果表明单个股票投资是有其优势的。在单个股票投资中，当你错误购入某种股票（即该股票亏损），这种股票的价格和价值都下跌而不再满足你的持有要求时，卖出这种股票至少可以让你因为资本损失而降低了纳税的税基和税率，从而得到了税收回避所带来的好处。

对个人投资者而言，使用平均货币成本按股息再投资计划进行定期的投资安排是许多投资者广泛采用的一种很有意义的投资方法。这种思想所表示的含义是：每月（或其他时间间隔）以固定资金量对某一特定股票进行购入，可以降低相对于这些股票被购入时平均价格的平均成本。这种方法通过利用市场的间歇性调整或衰退，可以把投资者摒弃在市场的狂热浪潮之外，即每次购买总是在市场处于相对低位时购入，每次购买都会改变总持有量的平均成本水平。

举例说明，假设你要在 3 个月内每月对宝洁公司股票投资 200 美元，而 3 次的购买价格分别是 80 美元、120 美元和 100 美元。那么在这 3 个月期间的平均价格就是 100 美元〔=（80+120+100）/3〕。但是你的平均成本只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有 97 美元（因为价格为 80 美元时可以购入 2.5 股；价格为 120 美元时购入 1.66 股；价格为 100 美元时购入 2 股。因此你投资 600 美元共计购入了 6.16 股，因而平均成本是 97 美元）。当把这种战略用于很长时期的投资时，你就可以从市场中获取很高的利润。

注意：只有当确认股价是处于低于其价值的情况下，这种投资方法才是可取的。本书所努力要阐述的思想也正是告诉大家做出这种判断的重要性。使用这种思想来监督股息再投资计划的价格与价值之间的关系是十分重要的。但是我们还应该清醒地认识到这一条，即只有在你的每次购买都是在市场处于相对低位时才购入的情况下，这种货币成本平均机制才会对降低总体购买价格发挥作用。如果你想通过定期卖出股票又在后来买回这种操作时间安排来击败市场的话，这里所说的这种方法并不能帮你完成愿望。

对于所有的投资者，不论是投资于指数基金、共同基金、股息再投资计划，还是单个股票，最关键一点是要形成这样一种思想，一种努力区分出股票的价格和价值的思想。你不必经过许多繁琐的计算或深入的研究就完全可以形成这种认识观念。但是你必须不断强化这些工具所反映的思想，用它来理解如何进行商业分析和进行聪明的投资。天下没有免费的午餐，更没有免费的乘车。

5.2.2 股票投资的分散化策略

与现代金融理论不同，投资方法中并没有规定一定要对投资组合进行分散化。分散化只是投资所导致的结果，而不是进行投资的前提条件。与分散化相对的是集中化，采用集中化投资组合有时会毁灭，有时也会带来很好的结局，正如杰拉尔德·罗伯所说：绝大多数真正巨大的财富都是通过集中化取得的。如果你明知道已有的两只股票都是以极低价格购入的，价格远低于其价值，那么你还有什么必要再买几种其他股票来做分散化投资呢！这两只股票就是你所需要的也是你应该购买的全部组合构成。

必须牢记，不能在开始投资的头一天就构建一个由数十只股票构成的投资组合，因为仅仅在一天时间内，你根本不可能发现，市场也不可能会出那么多价格低于其价值的股票。在较长时期内，进行一定程度的分散化是可能发生的，只要这种分散化不会削弱你集中选择新股或保持已有股票组合的能力，那么这种分散化也还是一种谨慎的做法。过度分散化的投资组合会给我们带来另一种形式的搭便车问题。正像逃税者不纳税却照样可以享受国家国防强大所带来的好处一样，一只差股票同样也不对你的投资组合带来价值却照样需要你为它而付出代价（即价格）。国家越大，搭税收便车的人就越不容易引起注意。例如税收欺骗行为在加拿大就比在美国更容易被查出。同样地，在你的投资组合中持有的股票越多，你挑选出并做出惩罚措施（卖出）来处置那些搭你的财富便车并毁灭你的资产的股票的可能性就越小。因此我们不是反对分散化，而是提倡要采取有限分散化投资策略。

有限分散化投资的基本原则是只持有一些经过严格挑选的普通股来构成投资组合，这些普通股在它们的价格和合理价值估计值之间都存在一个安全边际，以保证所选股票虽少但精。对于股票的数量，巴菲特认为选择 5~10 只股票是比较合适的；格雷厄姆则认为是 10~30 之间。但二人都强调，像专业基金经理们那样采取积极进攻型姿态的投资者们，他们为适应经常做出各种反应的需要，应该进行较广泛的分散化投资。用巴菲特的话来说，即是："按发生概率进行多种活动和操作，但反对孤注一掷。"

……

5.4 进行长线操作

狂热的投资观念的产生是短视的，同时也是短命的。投资者在考虑企业和收益时，应看重的是几年的趋势而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不是每日的变化。这个几年时间到底是多少，依据不同投资者的年龄和需求的不同而有所不同，但是对任何想认真思考投资的人来讲，4年是一个最小的时间阶段。绝大多数人的股票持有时间超过4年。

依照惯例，常把持长期投资观点的人称为"长期投资者"，认为这类投资者常采用的投资方式是"购入－持有"战略。其实严格地讲，这种长期投资者的定义除了使用过多单词之外（投资者的正确定义本身就是长期的），上述的特征也是不精确的。

对长期投资进行考察的一个原因是要认识到如果早期投资是很好的，就没有必要每天或每年再做投资决策。正如沃伦·巴菲特用棒球比赛做比喻所说明的那样，在投资学中不存在本垒打这样的东西，坐下来等待你想投资的东西出现并不会受到什么惩罚。如果这种操作风格的特征描述是恰当的话，那么与其说它是"买入－持有"方法，倒不如说是一种"等待－观察"方法。

然而，无论是这两种方法的哪一种，都优于投机交易者的不加选择和区分的操作活动。广义上来看，今天的新生公司或许就是明天的杰出企业典范，但是如果投机者按这种思想来做决策时，又常常是错误的。1999年末纳斯达克市场上最优秀的50只股票的平均持有期不到30天，纳斯达克市场总体的平均持有期均为15天（可以比较，80年代末期平均持有期是730天左右）。这么高的换手率意味着投机者不仅没有仔细地挑选股票（等待－观察方法），也没有长期持有（购入－持有方法）。

凯恩斯曾经做过精彩的双关描述，他说："从长期来看，我们都是死的。"但他并没有谈到股票选择问题。凯恩斯是在一篇劝说政策制定者把注意力集中于短期需求上的文章中做出这个论断的，他认为短期需求的满足只能通过政府行为而不是市场行为才能达到。确实，既然日后变富总比现在迅速变穷好，那么对股票的挑选过程做出阶段划分也就没有什么意义了。

本杰明·格雷厄姆表达了他对股票市场的看法。他认为：从短期来看，股市是一个投票机；而从长期来看，股市是一个称重机。这些话意味市场在短期内是有风险的，因为它的疯狂的价格波动，但是在长期趋势内，这种价格逐渐走向稳定并更加安全。但是说市场最终会对资产进行正确地定价这表明什么意思呢？难道是说市场有时是不正确的吗？答案是：并不完全是。

米尔顿·弗里德曼对凯恩斯所提出的问题做了回答，他认为长期趋势是由一系列连续的短期趋势连接而成的。因此这种长期趋势不仅伴随着我们（对4年前来讲今天就是一个长期），同时也提前于我们（从现在开始的4年）。现在的市场价格反映了企业4年前的价值，它也是对企业从现在开始的4年之后的劳动生产率和收益的估计结果。如果你的估计优于市场的估计结果，那么在从现在开始的4年时间内，市场会把这个企业现在的价值正确地反映出来，你也会提前做出这种反应。

因此，我们可以得出一些很有意义的结论，即在长时间内市场会对企业价值做出真实反映，这个时间至少是从现在开始的4年；如果你能比现在市场中的公众更好地评估企业业绩指标，你就将会得到巨额收益。当然，困难在于怎样使决策保持一个很高的成功率。

沃伦·巴菲特继承了凯恩斯的思想和观点，他采用了"至死不渝"的操作标准。他只投资于他乐于永远持有其股票的公司。这种承诺就像对你的爱人所做的海誓山盟一样，其后果都是一致的，即保持足够耐心，对股票要求是挑剔的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《债券之王：比尔·格罗斯的投资秘诀》





【美国】蒂莫西·米德尔顿（1944~　）

熊市见证了20世纪90年代最耀眼、最大的基金——先锋500强指数——灰飞烟灭，在2000年流失的价值超过9%，次年达12%，后年超过22%，所有全国最大、增长最快的公司由不用脑变成了脑死亡。突出了一位不只是跟着市场走，而是胜过市场的精明投资人横空出世，开始看起来的确能神机妙算，尤其是因为他的市场正在上演好戏。2002年的《财富》杂志将格罗斯捧为债券之王。

格罗斯同任何MBA一样，是位统计高手。他说金融教授因其无知而胡思乱想，他们的理论有一定的逻辑，特别是在今天线缆密布、充满信息的市场，但它未考虑到投资人的心理。市场的钟摆从不告诉从牛市转向熊市，而是由投资人的贪婪推向投机过度，如1999年的互联网股票和2003年的国库券，然后为其忧心忡忡而崩塌。格罗斯在自己的投资过程中付出了大量的精力。他建议你依此照办：在市场最难啃的骨头面前除非你愿意高价买进，低价卖出，否则还是离得远一些才好。

——引自《债券之王：比尔·格罗斯的投资秘诀》



在《福布斯》杂志评选的美国前10位最杰出商界领袖中，投资界人士共有两位：一位是沃伦·巴菲特，另一个就是比尔·格罗斯。作为基金管理公司太平洋投资管理公司的创始人和首席投资官，比尔·格罗斯控制着3600亿美元的固定收益资产。他的一举一动，在金融界都有很多人追随。只要有传言说他正在售出或购入某个板块，就会马上引起骚动。他公开批评通用电气等公司使用债务的方式，使得该公司股价直线下跌。而他预言未来十年债券将对股票形成激烈的竞争态势，吸引了大批债券投资者。

《财富》杂志曾经评论说："沃伦·巴菲特、约翰·内夫、比尔·米勒、彼得·林奇是股市永远有其长期的成功而成为传奇故事的风云人物，而债市的风云人物是格罗斯。"作为世界上最大的债券权威，德盛安联资产管理集团旗下太平洋投资管理公司的缔造者与战略制定者，比尔·格罗斯的作用无可替代。自1973年以来，太平洋投资管理公司的资本以平均每年10.6%的速度增长。格罗斯在全球债券市场的影响力，市场上恐怕无人能及，这也是市场尊称其为"债券之王"的原因，他的一句话会引起14万亿美元的债券市场的震动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不管你是个人投资者还是机构投资人，如果你想了解比尔·格罗斯这位全球最著名的债券投资专家的债券投资诀窍，不妨看看全球财经新闻频道的专栏作者蒂莫西·米德尔顿所著的《债券之王：比尔·格罗斯的投资秘诀》一书。该书讲述的就是这位全球最著名的债券投资专家的生平，以及他所管辖的太平洋投资管理公司的债券投资诀窍，语言深入浅出，通俗易懂，相信很多投资者都将从中获益。





比尔·格罗斯在同行中备受推崇，无人企及。他对市场的理解，以及他对怎样从市场上谋利的真知灼见无与伦比。在《债券之王：比尔·格罗斯的投资秘诀》一书中，作者蒂莫西·米德尔顿带领读者走进了格罗斯的世界。对于比尔·格罗斯而言，债券就是他的生活。他相信在变化莫测的债券市场中，有一种必然性的因素，那就是数学的精确。把所有债券的平均到期日带入一个数学公式里，就可以看出在一段持续时间内利率浮动对债券的影响，这是一种简单的衡量风险的办法。债券期限时间越长，它随着利率的波动而波动的幅度就越大。他正是利用这一系列的数学公式，把债券市场的利润最大化。

比尔·格罗斯大学期间，由于一次车祸使得他在杜克大学三四年级大多数时间都在医院度过，以至于他决心只要可能就再不住院了。蒂莫西·米德尔顿的《债券之王：比尔·格罗斯的投资秘诀》讲述的就是，在这样的前提下，比尔·格罗斯怎样接触上了赌博，如何与债券亲近，最终成为债券之王。格罗斯的投资之道雏形多少听起来有些出人意料——拉斯维加斯四皇后区的轮盘赌博。格罗斯认为，赌博与投资有某些相似之处，虽然这可算是“异端邪说”，但是当格罗斯看到信用市场与“四皇后”的绿色赌桌之间的可比之处时，他的天才足以得到凸显，在4个月内将200美元变成1万美元。

该书叙述了格罗斯的生活及其事业的成功，并详细分析了格罗斯在债券市场所采用的总收益法，以及向读者说明了怎样利用格罗斯的方法制定债券投资领域战略并显著提高自己的收益率。格罗斯将世界上发生的趋势分为周期性的和长期的现象。他深入探讨并研究周期性与长期的因素和变量之间的关系在债券领域表现的方式。由于周期性因素常常不能预测，他将大部分时间用于预料长期趋势，分析它们是减少还是



信用市场的预言家的预言

2002年3月，格罗斯的“投资博览”集中关注通用电气公司财务报表中他认为明显的出入之处。在格罗斯的笔下通用电气（GE）不再是人们通常所知的工业巨头，而是由疯狂而又鲁莽地追寻盈利机会的各种资本七拼八凑起来的投资企业。与排除外部投资人并由才俊控制的伯克希尔公司不同，GE的现金生产支柱是GE资本公司，这属于一家上市公司，通过向像PIMCO这样的公司出售商业票据筹集资金。格罗斯写道，尽管GE资本公司有AAA的信用等级，可是他们流通在外的商业票据3倍于支撑他们的银行（信用）额度。

格罗斯指出GE的框架看起来像在巨大债务压力之下行将倒塌的高塔。GE的现金是用银行贷款作为防范资金，正是用这些现金投资于大量各种各样的生意，但GE缺少具有像巴菲特这样有技能又谨慎的人来选择并购。为结束这一点，就推销股票，似乎这是最安全的金边蓝筹股。格罗斯说，在“可预见的未来”PIMCO不会拥有GE的商业票据。

GE与经纪公司众多的分析师猛烈抨击格罗斯的分析，格罗斯未料到会引有这样的轩然大波。但GE的票据、包括其债券，马上被抛售，GE的反应是宣布大量偿还借款。全世界的专家都看到了格罗斯分析的事实：蓝筹股就是蓝筹股，是风险投资基金的一部分，沃伦·巴菲特或约翰·多尔都不会推波助澜。信用市场的预言家的预言分毫不差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

增加决定债券定价的所有风险。格罗斯认为，他在赌桌旁的经历是他职业投资的初步训练，期间学到了投资上最主要的三方面基本知识：首先是分散风险。赌博时好时坏，即使最高明的赌徒也要经受牌运不济对他的考验，他们必须抓住足以使他们挺过难关的筹码。用投资术语来说，这些筹码就是资本——你没有资本就完了。更重要的是第二方面的知识：知道风险的存在，加以量化，并努力预测其对投资的影响。第三点看起来与风险原则相背：机会有利于赌徒时，最佳的赌法就是大赌。

《债券之王：比尔·格罗斯的投资秘诀》一书从格罗斯的生平出发理解他独特的投资方法，可以使投资者充分了解如何规避风险，把握股市与汇率、银行存款与通货膨胀、通货复胀的关系，清楚对冲基金、今后5年最佳投资渠道TIPS的投资方法。虽然市面上有不少关于投资方面的书，很多都谈到了投资需要注意的几件事情，但是没有一本书可以把投资的道理像本书一样说得那么清楚。



债券投资渴求两种天赋合一



据我所知，全球范围内研究债券市场并撰写分析书籍最多的，是一位当了多家金融企业独立董事的耶鲁大学兼职教授法博兹先生。如果说法博兹是顶尖级债券理论家，那么，格罗斯则是当今世界顶尖级债券投资实践家，因为他同时具有深厚的宏观经济分析能力与强大的交易能力。此君最早从为保险公司打理债券投资开始，逐步发展成为掌控一家不依赖哪家保险机构的独立的合伙投资管理公司，为所有可能的委托人理财。当那些专业“炒客们”云集于曼哈顿华尔街“一线天式”的令人压抑窒息的摩天大楼里时，格罗斯则一直将其总部设在阳光灿烂的加州海岸小楼里。数十年来，他固守在看似“蝇头小利”的债券市场，稳稳占据了全球个人财富排名的第十位，成了绝大多数华尔街人无法赶超的财富巨子。

因为近20年来，我主要在研究并从事着与债券市场相关的工作，读《债券之王：比尔·格罗斯的投资秘诀》一书，自然感受更多些。其实，有效的债券投资应是两类人的结合：具有较强宏观经济分析能力的经济学家与市场敏感性非常强的交易员。换言之，优秀债券投资是两种天赋的统一：宏观经济分析能力与市场交易能力。

债券作为一种信用与利率工具，其市场变化更多的是同宏观经济联系在一起。所以，无论在哪里，凡是优秀的债券投资团队，都会配备宏观经济理论分析功底较扎实的经济学家或分析师。债券市场同时是一个典型的场外市场，主要通过一对一地询价报价方式，因而交易能力的大小有时往往起决定性作用。因为再正确有效的投资策略，也可能因交易能力的弱小而成了镜中花水中月。

依我看，《债券之王：比尔·格罗斯的投资秘诀》所述的格罗斯故事，至少告诉我们有关债券市场投资的以下几点：

一是债券市场是金融市场的重要组成部分，伴随着金融产品不断创新，其复杂程度远超股票投资，所需要的知识与经验积累更突出更严格，加之大额资金投资的特性，因而只有专业人士才有可能做出持续优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

秀的投资业绩。

二是债券市场是那些立志于通过投资管理来实现人生价值的具有挑战性的领域。它同样可以使你富甲一方，并享有令人尊敬的市场声誉。

三是想成为优秀债券投资经理，勤奋与智慧的要求可能更高。债券市场波动幅度相对较小及其收益固定的特性，决定了在这一广阔的市场上，必需“斤斤计较”，而且应当像蜜蜂那样勤快，在每个交易日都得对市场机会苦苦寻求，才可能经过常年的日积月累，积少成多，最终才可能成为财富创造长河中的顺势而为者和集大成者。

四是总收益投资法是格罗斯的债券投资策略，它需要投资经理对影响债券市场的诸多繁杂因素具有敏锐的反应能力和高超的洞察分析能力。债券投资的总收益理应是债券利息收入与随市价变动而产生的资本利得的加总。对一位专业债券投资经理而言，不仅要挣取债券的利息，还应挣取到一切可以挣到的资本利得，不仅仅要盯住不含利息的“债券净价”，也要盯住含有利息的“债券全价”。某种程度上讲，对一定信用级别的债券而言，其利息收入好挣，资本利得却要难挣得多，因为影响债券市价波动的因素非常繁杂，完全可以说，凡是影响权益类证券市价波动的因素都会影响债券市价，那些对前者影响不大或没有影响的因素也会影响债券市价波动。

五是格罗斯长期优秀的债券投资业绩最主要来源于他对长期经济形势与周期性经济形势的准确把握。在几十年的债券投资生涯里，格罗斯基本都能超前地意识到债市的变化，提早构建与调整债券投资组合，而且也总是能在第一时间嗅到短期内周期性经济因素的影响，抓住市场波动的瞬间，或者兑现收益，或者控制风险，或者在被大多数人认为是短暂的“市场混乱”中“摸条大鱼”。

格罗斯这种超出常人的能力，实际上是来自其数十年如一日地对长短期经济形势的周密分析，以及为此而做的各种必要的准备和各种应有资源的支撑，其中尤以“远期分析论坛”最为惹眼。在这个每年一次聚集各路精英、只针对其投资管理团队的“远期分析论坛”上，对涉及影响决定债券市场长期趋势的全球及各主要经济体的经济走势、地缘政治以及社会变动等重大宏观问题，团队成员能听到来自不同方面非常权威的分析，并在内部经过持续而非常充分的讨论。那些深刻的分析与超前反应能力正是在对那些重大问题形成较为清晰的框架性认识并不断予以修正的前提下形成的。（佚　名）



非常有价值的债券投资知识

有效的债券投资应是两种能力的结合：宏观经济分析能力与市场交易能力。缺乏其中的任何一种，在债券市场上投资就会如茫茫大海上没有罗盘的帆船，不仅不可能如期到达目的地，触礁沉没恐怕也在所难免。所以，对于广大机构投资人或者个人投资者而言，有一个好的老师或者说是榜样的指引是必不可少的。中国的读者无疑是幸运的，因为放在我们面前的《债券之王：比尔·格罗斯的投资秘诀》这本书正提供了这样一个机会：它向我们介绍了一位具有深厚宏观经济分析能力与强大交易能力、有“债券之王”之称的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

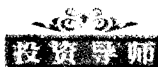
物，他叫比尔·格罗斯。

格罗斯的故事所告诉我们的东西非常重要。因为，中国的债券市场不仅仅是我们这个新兴证券市场的先导，从当前来看，每年超过6万亿元的债券发行量，超过20万亿元的二级市场交易量，已使其成为整体金融市场格局中的最大市场。而且完全可以预期的是，无论是发行规模还是二级市场交易量，以及参与者，这一市场都将是全球增长最迅速的市场。特别是，随着主要以债券投资为主的中国本土保险机构的快速发展壮大以及债券基金的发展，中国债券市场的活跃程度也将是全球最大的。正是因为人们认识并感受到了这一趋势，所以，实践中对债券投资知识与技巧的需求与日俱增，大量金融从业人员与普通投资者渴望了解发达债券市场的发展历程，尤其是发达市场上先进的债券投资理念、原则与策略。

在这种情况下，《债券之王：比尔·格罗斯的投资秘诀》这本通俗易懂的书，会使你在欣赏与感叹格罗斯成功的同时，也从中学到非常有价值的债券投资知识，从而引发你更浓厚的有关债券市场的兴趣。我更相信，在不久的将来，在全球发展最为迅速的中国债券市场上，也会产生中国的“格罗斯”。（佚　名）



债券之王与财经名笔



蒂莫西·米德尔顿现为CNBC（全球财经新闻频道，由美国广播公司和道琼斯合作）和MSN Money的专栏作者，之前曾负责《纽约时报》“共同基金”板块和“道琼斯新闻部”。如今，他还为许多知名财经杂志如《财富》、《价值》等供稿。而他为读者所熟悉的著作就是《债券之王：比尔·格罗斯的投资秘诀》一书。

如果说投资成功的秘诀是清规戒律，在债券业，谁也没有显示出胜过格罗斯的清规戒律，那么在解说格罗斯教导个人投资者怎样利用他的方法上，谁也比不上蒂莫西·米德尔顿。

1944年4月13日，比尔·格罗斯出生于俄亥俄州的米德尔镇，那个时候小儿麻痹症是严重的威胁，猩红热也十分猖獗。格罗斯本人在两岁时差点死于猩红热。22岁时，格罗斯还在美国杜克大学念四年级，因为一场严重车祸让他头部受到重创，于是在那学期剩下的时间，他都是在医院接受植皮、肾脏治疗。格罗斯为了打发漫长的治疗时间，开始读一本名为《庄家与取胜之道》的书，书中关于风险最小化而利益最大化的提法让格罗斯很感兴趣。伤愈后，格罗斯来到拉斯维加斯，他每天用16个小时专门研究那套书里的纸牌赌博理论，并在大量实践基础上，根据书里的理论，创造了自己的一套方法。

在越南为海军服役两年后，格罗斯决定成为一名股票基金经理。但当时他只收到一份工作聘书：在太平洋共同人寿保险公司当一名债券分析师。后来他和另外两名分析师一起，说服老板让他成立了一个小型债券基金。格罗斯的基金回报甚高，因而迅速增长。到1987年，该基金的资产已升至200亿美元。2000年，这家集团（当时已被称为太平洋投资管理公司，简称PIMCO）以33亿美元的价格卖给了德国安联，格罗斯净赚2000万美元。PIMCO私下出版了格罗斯每月的市场评述《投资展望》，巴菲特曾经说过：“每个月我都急于看到比尔·格罗斯的评述。文笔生动，条理清晰，见解独到。将他的观点收集成册将是件幸事，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我可以随时查阅。”比尔·格罗斯还开创了搜索广告模式，后来 Google 花高价从格罗斯处买到此项专利，致使搜索广告成为 Google 最主要的利润来源。

30 年来，格罗斯每一天都是从早上 4：30 开始，先是走到住宅的地下室，打开 Bloomberg 和 Telerate 的数据终端机，查看 10 年期国债的变化、全球债券市场的情况、各种货币的汇率情况，以及股票及债券指数；最后，格罗斯会看看他的幸运骰子是否还在昨天晚上所处的位置。然后，经过 12 分钟车程到纽波特海滩，进入太平洋投资管理公司的交易大厅。他的衬衣领子从来不扣，领带经常不系好，随随便便地坐在椅子上，轻轻打开他桌子周围的 4 台电脑——这一切都是每天都相同的程序。

大约在上午 10 点，他到体育馆坐 45 分钟的瑜珈课和骑半小时的固定自行车。“在我 50 岁的时候，我告诉我妻子，我不会用我的后半生再去做这同样的事。”格罗斯说，“现在我有一个新的身体，它的好处是能帮助我思考。”在做完运动之后，他回到太平洋投资管理公司办公室和他的员工进行两个小时的会议，他大概在 4：30 的时候下班，下午 5 点前回家和家人在一起，到晚上 9 点上床睡觉，严格的作息时间让人明显地感觉到那种军人的气质。

投资债券领域超过 30 年，比尔·格罗斯对债券投资的热爱未曾衰减，他形容债券投资有如一场游戏：“当你真的沉浸其中时，你会发现，这是一场游戏，有输有赢，每天早上都会重新开始一场战争。”如今，格罗斯早已成为别人研究、追捧，甚至是神化的对象：像旧时看风水人一样能“看出”风水宝地。债券专家解析他的每一句话，揣摸他的手势，以便预测信用市场的走势。他们将格罗斯证券交易办事处称为“海滩”，使靠近 PIMCO 办事处的加州阳光沙滩得以扬名，而蒂莫西·米德尔顿的《债券之王：比尔·格罗斯的投资秘诀》一书则让比尔·格罗斯举世闻名。



第二章　总收益投资法



即使股市的新手也知道，市场上赚到的钱来自于两种形式：资本升值（股票上涨时你卖掉它们）以及红利（多数公司发给持股人的款项）。两者合在一起被视为股票的总收益。许多投资者关注税收问题，更多地关注“税后总收益”而不是“税前总收益”。但几十年来许多投资人未考虑到债券也能带来两类收益。就如同股票一样，个别债券的总收益来自于资本升值（或贬值）以及利息。

在今天看起来怪怪的是，格罗斯在 1971 年进入该行业时，典型的职业债券投资人（诸如银行信任官）同孤儿寡母一样只看到利息产生的债券收益。债券平价发行时就买入，或 100 美分买入面额 1 美元的债券，一直保存到期满，通常在 10 年或 30 年之后，债券凭证附上的息票，每隔六个月剪下一次，寄给发行人，取得半年的利息款。债券到期时，返还 100 美分，仅此而已。银行信托部任职人员来自于大学生联谊会，他们的不利之处危险地与他们的智商相连，甚至竟然在最近期 80 年代，明晃晃的玻璃天花板把女证券投资管理人分隔开，使她们进入固定收入部，而楼上的灰发男士认为她们不会做什么坏事（谁也不能做多少好事）。

看着其债券投资组合在 2003 年六七月份价格下跌的人都知道，六周国库券的收益率往上升了 40%，从 3.11%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

升到 4.11%，债券价格不是一成不变的。债市每分每秒都在变动。这类变动通常都是小幅的，但随着时间的推移，债券价格像棋子一样跳动，对日益全球化的事件做出反应和明智的预测。2003 年夏天，国库券的下跌使当前早先时候形成的泡沫破碎了，而在形成泡沫时投资人误解了复苏中的经济和联储货币政策的信号。积极的总收益投资人——诸如 PIMCO 不断抛出国库券（虽然他们本想售更多），并随着泡沫形成抛售利息敏感的随时放手的抵押债券。

债券投资人能以多种方法积极管理固定收入证券投资，这些方法在本书中将加以说明。它们是：分散，随着事态的变化改变期限，以及在截然不同的债券类别内与中间转手，诸如政府、抵押、公司和国际债券。然而，这些管理决策的灵感必须有生长的土壤，而在 PIMCO，格罗斯将灵感无孔不入地渗透进了企业战略。这有两种形式：长期的和周期的。

首先是依照尽可能与经济、社会和地缘政治的基本长期趋势不背离的方针，选中核心证券。就格罗斯而言，长期是指三到五年；对任何东西要看得更远，而不是失去信心。

由于经济学家的"长期"一词就是"远期"，格罗斯及其同僚将对长期趋势的分析称为"远期分析"。他们征求专家的意见，帮助他们看到趋势，预测未来几年会发生什么；这些趋势能像波涛一样横扫世界经济，转变制度的运作从而长时期地改变一切。例如，眼下人口最深刻的一个变化是美国人口的老龄化——而欧洲大陆的平均年龄以比这里更快的速度上升。格罗斯利用这个趋势，增加医疗和医药行业内公司债券的持有量。他不找股份，不找增长股，也不以炒股老手的方式寻找未来的需求。相反，他寻找降低他持有票据的债券发行人信用风险的因素。在他犀利的目光中，"美国灰发"也许表明大型连锁医院的债券可能是存放现金的安全场所，比如说，比全国玩具厂商发行的票据更安全。

对应远期趋势的分析，格罗斯称之为"周期性"趋势，这些趋势在短得多的时期内影响市场的变化；PIMCO 对此每季度正式查看一次，非正式地每天都查看。其中的例子有联邦基金利率（由联邦决定）的变动，新生产者价格指数的影响，中东局势造成的市场紧张或宽松气氛，换言之，每天影响到信用市场和股市分分秒秒的震颤和波动。2002 年格罗斯猜想到股票定价高得离谱，经济就要崩塌时，他成功地大量买入国库券，这是短期或周期性的，是指在从一年左右就成过眼云烟的事件中谋利的把戏。他对 2003 年利率上升的反应是，同样盯住事件，而不是盯住企业的长期观点。即使他们因短期周期性原因大量倾销抵押债券，格罗斯和 PIMCO 也在长期因远期的原因而仍钟爱抵押债券。

他们仍依据生育高峰一代人的老龄化推理：如果来年发行的住房抵押债减少，由于数量少的人取代数量多的生育高峰一代人，抵押债券价格会上涨。这在读者，尤其是股份投资人看来与直觉相背。像范妮·梅和弗雷迪·马克这样的公司，都有股票在纽约股票交易所交易，是公众拥有的公司，若抵押贷款需求下降，它们的股票的价格将遭受沉重打击。这些公司是政府为推动住房抵押贷款市场而建立的，通过将住房贷款打包成找到像 PIMCO 这样的券商，增加可动用的债务数量，从而降低其价格。如果债务数量下降了，其营业额和收益也跟着下降；如果华尔街听到抵押贷款需求锐减，萎缩的业务和更低的收费迫使市场压低股票价格。

债券持有人由于没有发行人的股份，可以持不同的观点。虽然股票价格没有上限（可以翻倍、再翻倍，甚至像彼得·林奇所达到的那样狂涨 250%），但用 PIMCO 联储观察员保罗·麦卡利的话来说，债券唯一的上限"就是拿回你的钱"。能拿回你的钱这一点不受业务是在萎缩还是在上升这个问题的影响，除非公司看起来可能歇业，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从而持债人面临坏账风险。对抵押贷款需求的下降，不会使这些公司不能保留金边债券（即国库券）的信用评级，因为其资产心照不宣地会得到美国政府的支持。

然而对抵押贷款需求的下降，意味着范妮和弗雷迪公司减少发行债券。它们的抵押证券自动地比前稀缺。由于债市对供求的反应同任何其他东西一样，新债的稀缺会推动老债价格的上扬。

目前，抵押债的收益率大约高出期限差不多的国库券两个百分点，可从方方面面来看，它们其实一样安全。债券投资人称为加价的这个利差，相当于金融市场提供的免费金钱。抵押债券内在的加价是投资人因其负面而要求的溢价，即由于利率的变动而影响到债券偿还的风险，债券对利率的变动的反常反应。在风平浪静的市场，这种风险小，但当利率上升时，风险急剧上升，因为还款额下降，期限延长，侵蚀加价。

这反映出在我们目前的经济中，我们仍处于不动产业高涨时期，抵押贷款打包的债券数额巨大，它们构成了60000 亿美元的市场。若这样的债券稀缺，以前发行的债券的价格就会上涨，新发行的债券的收益率就会下跌，范妮和弗雷迪·马克公司就会轻松地出售新发行的债券，不必麻烦地付给买家高额利差。可是支付高利率利息的老债券的价格就会上升。PIMCO 不是拥有今天价值 100 美分的几十亿债券，而是拥有明年值 102 美分的几十亿债券，后年 104 美分，等等。

从中可学到两样东西。首先，股票投资人与债券投资人的看法可能刚好相反。前者因蒸蒸日上的经济而欢呼雀跃，因为这意味着更高的收益。后者愁眉紧锁，因为联储最终以提高利率的方式“取走碗中的肉”，抑制债市。然而持债人通常不在意经济的萎缩或放缓，因为这将使他目前持有的债券具有更高的价值。他们关注信用风险，但不像持股人那么强烈；破产时普通股一般一文不值。可是债券能全身而退，有时甚至转换成知名企业价值更高的股份。用喜剧剧本的话来说，股份投资人像利尔·阿布纳，永远在阳光下快乐地悠然自得。债券投资人像乔·铁夫斯波克，在乌云下漫步。前者希望一夜暴富，而后者为拿回他们的钱而愁眉不展。

比尔·格罗斯战略的基本要素究竟是什么？他和 PIMCO 称之为总收益投资法的内核是什么？我发现回答这个问题的最好方法，就是问债券之王他认为什么是他从业过程中最重要的教训。

对在投资业工作的读者来说，比尔·格罗斯认为他在赌桌旁的经历是他职业投资的初步训练，这有点出乎意料。把钱放在金融市场不是“赌博”的理念，如此根深蒂固，至于可能成为整个投资行业的基本命题，用以作为行业存在的依据。工业巨头皮尔庞特·摩根就是因为提出交易的人随口将交易说成赌博而弃利润丰厚的交易而去，这位大人因这个词而感到羞辱，一下子就停止不干了。虽然格罗斯认为赌博与投资有某些相似之处，因这是异端邪说，但你不能否认当他看到信用市场与“四皇后”的绿色赌桌之间的可比之处时显现他的天才。说他将投资与赌博联系起来，不是说有什么与一般赌徒相似：愚蠢、放荡不羁，希望走运。这种比喻产生于职业赌徒的方法，赌徒采用的概率论（并由世界顶级数学高手采用），——不是产生于精神失常、弥漫呛人的烟味，或在福克思森林的赌场呆的时间太长的可怜虫的穷凶极恶。

在赌场，格罗斯发现了掂量评估未来事件概率的一种方法（投资人通常称之为“风险”）：他将玩牌分为两类，与他所谓的长期与周期性分析对应。他在“四王后”的周期性分析的主题看起来很简单：出牌人下一步出什么牌？

某种意义上，21 点是对这个问题的全部答案所在。若你持有 15 点，你若认为下张牌是 6 或更小的牌，就会再要牌。可是你若有原因认为下一牌是 7 或更大的牌（你也会分析对手翻出的牌以及他发的好牌或坏牌的概率），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

你就不再要牌了。他们打的牌是周期性挑战：他们只能靠运气。同样，投资人无法预先知道商业部下一次报告的耐用商品订单将是什么，我们何时面对恐怖袭击，何时朝鲜半岛发生什么动荡与令人伤神的事。然而投资和赌场的高手努力提高预见生活给他们带来的一些周期性挑战的能力。你若像格罗斯那样提高预见下一张牌大小的能力，就会迎接成功。你也许经常出错，但你如果平均下来胜人一筹，就出人头地了。

在"四皇后"的赌桌上，在牌堆中的牌形成了相对于短期的长期风险。它们表示远期的挑战。早在发牌之前，精明强干的赌徒能预料到将发出什么牌，或至少料到它们更可能是小牌，鼓励玩牌人要牌，或是大牌，不再要牌了。虽然偶尔发生突发周期性变化使市场很快做出反应，常常让人一时产生一切都变了的感觉，但最好通过观察国内及世界上发生的远期变化把握长期的未来。

通过学会有某种把握地预料起伏不定的远期变化，投资人的投资目光可以变得敏锐得多。这种技能是格罗斯无人企及的成功的关键因素。并且对我们这些不是克利奥小姐的人来说，这种技能比预料曲线球形图的技巧，而这些曲线大都产生于日常周期性变幻莫测的世界，更易于提高，而这个世界使得新闻业忙得不亦乐乎，常常出乎我们的意料。

比尔·格罗斯发现在赌桌旁的几个月学到了三方面的基本知识。首先，赌徒学会分散风险。纸牌时好时坏；即使最高明的赌徒也经受牌运不济对他的考验，他们必须抓住足以使他们挺关难关的筹码。用投资术语来说，这些筹码就是资本——你没有资本就完了。更重要的第二方面的知识：要知道风险的存在，加以量化，并努力预测其对牌桌的影响。格罗斯应用他的打牌计点法估计发牌时牌面是A还是2时，应用这些知识。第三点看起来与风险原则相背：机会有利于赌徒时，最佳的赌法就是大赌。

格罗斯认为他学到的第一点是分散风险，是自己留下来继续赌的决策，从不赌得太多以至于资本耗尽太快。格罗斯在维加斯时，发现找不到可察觉的模式时免不了枯燥乏味的过程中，也会有大赢大输的紧张时刻。在弗里蒙和四皇后赌场的赌桌旁，他开始用小额的，始终不变的赌注寻找新的庄家或新的赌位的方法，耐心地等待机会的出现。当机会对他不利时，他押两美元，当它是做生意的成本，接受损失。但当机会来临时，他就下大赌注，越下越大，直到机会转向庄家。即使他赌大时输了，他也不会孤注一掷，而是再回到他的两美元赌注。

作为理财经理，格罗斯今天看待自己同PIMCO介绍自己一样：是"常年投资人"，不管市场伏起一直埋头苦干，不会急流勇退。读到从市场上套现或把握时机，是只有少数投资人才有的技能。作为固定收入投资人，格罗斯不多的对手中有一位是洛杉矶的太平洋第一咨询公司的罗伯特·罗德里格斯。他管理着唯一的中期高质量债券基金（FPA新收入基金），在过去20年里没有一年是亏损的人。罗德里格斯感到没有更有吸引力的选择时，将其证券投资中的1/3或更多部分以现金方式持有。然而格罗斯承认他没有这种意识。



《债券之王：比尔·格罗斯的投资秘诀》英文版封面

在正确的情况下大赌注是赌博的关键之处，但其中也包含着毁灭的种子。可能一连串的坏牌一刻不停地贯穿于赌徒整个下注过程。职业赌徒必须同时保护其赌资。格罗斯开始只有200美元。一次下注为其总资产的1%。他的父母等着他回家；毕竟毫无经验的参赌者大都赢几千美元就忘乎所以，以至于牌点对他们不利时会孤注一掷，从而输个精光。由于格罗斯的赌资在增加，储备也在增加。他永远遵守"赌徒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

家破人亡”的准则——总是持有50倍于你最大的赌注的钱。在PIMCO，风险管理是头等大事之一；企业有众多的电脑操作员专司此职。格罗斯还通过很彻底地在各类固定收入证券中间分散证券投资管理风险，从国库券到公司债券，从垃圾债券、可转债到各种衍生工具。他在众多发行的债券中分布资产而进一步分散风险，减少其中任何一种资产的风险。

尽管有他的原则，但格罗斯认为有时机会来时要赌大的。他在书中写道，“你确实喜欢特定一只股票吗？在这上面放上你的证券投资10%左右。要使这种想法付诸行动。你相信新兴市场的债务有吸引力吗？……这是一样的。好的想法不应默默无闻地烟消云散。这若在证券投资中有50只股票，那就太多了。若你有10个共同基金，就太分散了。”格罗斯身体力行，他投入大笔资金，有时达到其投资资产总额的1/50，常常如此，墨守成规。1996年他调集了20%的资产投入外国债券，其表现优于国内票据，还因过于庞大的抵押贷款获益。1998年俄罗斯的国债到期不能兑付，使全球证券市场处于动荡，由于格罗斯转而在“涌向质量”时水涨船高的国库券，他的证券投资回报丰厚。2000年，就在股份收益即将出现大幅下降的熊市时，他大量抛出持有的公司债券，并走在政府前面，大举进入国库券市场，此时政府为消化开始的盈余着手回收债券。在2001年中期，联储六次降息后，市场断定不大可能进一步削减利率了，可是格罗斯打赌相反，而当连续几个月五次降息总计下降两个百分点时，他干得太漂亮了，促使晨星的一位分析师写道：“他在长时间里对利率打赌赚钱的能力处处让人惊叹不已。”

打赌并非每次都成功。例如，还是在1996年，格罗斯打赌国库券利率会下降，结果未降，将好大一部分利润白花在外国债券与抵押债券上了。1999年基金滑入亏损状况，达到0.28%（此时市场清淡，其他企业稍高一点），又是由于格罗斯将其证券投资的平均期限延长，而联储却未像前一年那样降息，而是提高利率。

格罗斯在债券投资方面的多数对手不愿下大的赌注，全是因为可能适得其反。但他们多数人也缺乏格罗斯20刚出头时获得的赌博经验。他说，在赌博与投资中，“本能是相同的，我赌博时——我不认为这是赌博：我认为这是投资——我的赌博要求有广泛的理财能力。我必须知道我能承受多少风险，因为如果随着风险太大，一连串的坏运气可在24小时内使我遭受灭顶之灾，送我回家回到父母身旁”。今天PIMCO的风险并未防范到对证券投资的底线没有影响的地步，但防范做得相当不错。

格罗斯艺高人胆大，不怕大量持有看好的证券。在2001年秋，PIMCO买进价值450亿美元的抵押债券。PIMCO的抵押债主管人斯格特·西蒙说：“它们从未像现在这样如此便宜。”再融资开始一浪高过一浪，拉响了市场警报：住房贷款的还款就像抬高公司债券一样，在再也不能更糟的时候缩短其有效期，因为它们标示的利率在不断下降。这意味着投资人在最不想要钱的时候收回他们的钱。债券之所以便宜，是因为其他投资人正在人倾销，将其收益率打压下降200个基点，或相对于可比的国库券下降了一个百分点的几分之几。在接下来的几个月里，再融资的兴盛不像原先担忧的那样破坏市场这一点变得明朗时，抵押债券的价格攀升如此之多，以至于西蒙说“这是债券最抢眼的一年”。市场“在200点时不要它们，但在140点时却要买进”。他们向PIMCO购买；PIMCO结清赌账，卖出450亿美元，账上有2%的交易利润，明显高出PIMCO拥有它们时的收益率。西蒙解释说“抵押债券的走势就像纳斯达克，价贵时人人都要它们，价廉时人人抛售。”

那时格罗斯用旗下PIMCO总资产将近1/50赌上一把，这使他成为债券投资人的佼佼者，PIMCO总收益典型的债券基金根据晨星的资料有295个名称，这意味着平均持有量为它们的一个百分点，而不是20。但债券的收益率向格罗斯表明局势对他极为有利，他是正确的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尽管他愿意下大赌注，但格罗斯注重资本保存——PIMCO总收益建立以来实际上只有两个整年赔钱，一年是微不足道的下降0.28%，另一年显著下降3.58%——这导致他全神贯注地控制风险。这比听起来难多了，债券不像期权篮子那样是互不相关的证券。其中每种债券都有其自己的风险和回报。拿抵押债券来说，还款风险巨大。2003年夏季长期利率突然大幅回升时，莱曼兄弟平均债券指数表明，抵押债券平均期限翻了三倍，达到三年。期限相近于期满日期，除了它在数学上精确地度量期满风险的程度以外，长期债券的风险大于短期债券，因为在时间上更有可能发生变故。

风险控制是一种过程或安排的一部分，旨在帮助格罗斯控制他称之投资的“危险毒药”的情绪。华尔街情绪高昂，其数以亿计的金钱造成的贪婪，令米达斯王自叹不如，而对失去金钱的恐惧更甚于此。谁也不能看破红尘。格罗斯心目中的一位恐龙杰西·利弗莫尔，尽管尽力控制自己的冲动，也八次破产。格罗斯自己也不能幸免。他记得在1987年10月债市与股票暴跌时，他像强光下的鹿一样不知所措：要不是他像其他任何人一样恐惧，PIMCO就会在接踵而至的债券止跌回稳时赚到了数以百万计的金钱。

可是格罗斯认识到了这种局限性，他的投资方法中有各种工具，用以最大限度地在决策中排除情绪的作用。这永远不能完全消除……

我用本书很大篇幅叙述格罗斯以远期分析为中心的情况，因为这一点太重要了。这是深思熟虑而得出的结果，刻骨铭心，但不难掌握。人口趋势是个关键因素，大量公共机构都有记录，其中主要有联合国秘书处的人口调查局和经济社会事务部的人口分部。这些趋势引发了我们目前许多最有争议的社会争论。生育高峰一代老龄人要求退休后领取免费处方药，但年龄在65岁以上的美国人预期在25年内增加58%，从现在整个人口中8个人中不到一个增加到5个人中将近一个。欧洲强有力的工会正努力反对老年人年金福利越来越紧的约束，但那里的人口趋势比这些更显著。美国的老龄人口为12%，而在德国，老龄人口为16%，预计到2030年高达26%，几乎是今天的翻倍。

根据多数的估计值，老人可支配收入远少于年轻人——约少了40%。在消费品占GDP2/3的一个国度里，人口1/5的退休人员支出每美元少了40美分，会相应地减缓经济增长。其包含的意义像池塘涟漪一样传播。社会保障的责任更大，拖累税收。税收负担将落在更少的人身上。可用于投资的资本总额同时减少，退休人跋山涉水是“负储蓄者”，为生活而提取储蓄。

所有这一切在发达国家是现实，但在欠发达的国家正发生相反的趋势，随着人口增长，人口变得年轻。比尔·格罗斯建议投资新兴市场时，他正看到这些不可抗拒的因素的力量：远期趋势。

同样，通货膨胀及其可恶的孪生兄弟通货紧缩的力量，在全球争强显胜……

正是格罗斯盯着远期的犀利目光以及对周期性变动的料事如神，造就他成为债券之王。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附录 1：50 部必读的投资经典中外文书名对照表

1.《聪明的投资者》（江苏人民出版社出版，本杰明·格雷厄姆著）

The Intelligent Investor

2.《巴菲特：从 100 元到 160 亿》（中国财政经济出版社出版，沃伦·巴菲特著）

The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America

3.《战胜华尔街》（上海财经大学出版社出版，彼得·林奇著）

Beating the Street

4.《金融炼金术》（海南出版社出版，乔治·索罗斯著）

The Alchemy of Finance

5.《一个投机者的告白》（地震出版社出版，安德烈·科斯托拉尼著）

Die Kunst über Geld nachzudenken

6.《证券分析》（海南出版社出版，本杰明·格雷厄姆著）

Security Analysis

7.《漫步华尔街》（上海财经大学出版社出版，伯顿·麦基尔著）

A Random Walk down Wall Street

8.《华尔街 45 年》（机械工业出版社出版，威廉·戴尔伯特·江恩著）

45 Years in Wall Street

9.《怎样选择成长股》（三环出版社出版，菲利普·A·费舍著）

Common Stocks and Uncommon Profit

10.《克罗谈投资策略》（中国经济出版社出版，斯坦利·克罗著）

Profitable Investment Strategies for Trading Stocks and Commodities

11.《艾略特波浪理论》（机械工业出版社出版，小罗伯特·鲁格劳特·普莱切特著）

The Elliott Wave Principle

12.《投资学精要》（中国人民大学出版社出版，兹维·博迪著）

Essentials of Investments

13.《金融学》（中国人民大学出版社出版，罗伯特·C·莫顿著）

Finance

14.《投资艺术》（中国财政经济出版社出版，查尔斯·艾里斯著）

Winning the Loser's Game

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

15.《股市趋势技术分析》（中国发展出版社出版，约翰·迈吉著）

Technical Analysis of the Stock Trends

16.《笑傲股市》（中国财政经济出版社出版，威廉·欧奈尔著）

How to Make Money in Stocks

17.《金融市场技术分析》（上海人民出版社出版，约翰·墨菲著）

Technical Analysis of the Financial Markets

18.《资本市场的混沌与秩序》（经济科学出版社出版，埃德加·E·彼得斯著）

Chaos and Order in the Capital Markets

19.《华尔街股市投资经典》（经济科学出版社出版，詹姆斯·P·奥肖内西著）

What Works on Wall Street

20.《专业投机原理》（中国宇航出版社出版，维克多·斯波朗迪著）

Principles of Professional Speculation

21.《交易冠军》（马丁·舒华兹著）

Pit Bull

22.《罗杰斯环球投资旅行》（江苏人民出版社出版，吉姆·罗杰斯著）

Investment Biker Around the World with Jim Rogers

23.《世纪炒股赢家》（中国标准出版社出版，罗伊·纽伯格著）

So Far,So Good-The First 94 Years

24.《逆向思考的艺术》（海南出版社出版，汉弗莱·B·尼尔著）

The Art of Contrary Thinking

25.《通向金融王国的自由之路》（机械工业出版社出版，范·K·撒普著）

Trade Your Way to Financial Freedom

26.《泥鸽靶》（当代中国出版社出版，弗兰克·帕特诺伊著）

Fiasco

27.《伟大的博弈》（中信出版社出版，约翰·斯蒂尔·戈登著）

The Great Game

28.《散户至上》（中信出版社出版，阿瑟·莱维特著）

Take on the Street

29.《非理性繁荣》（中国人民大学出版社出版，罗伯特·J·希勒著）

Irrational Exuberance

30.《贼巢》（国际文化出版公司出版，詹姆斯·B·斯图尔特著）

Den of Thieves

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

31.《股票作手回忆录》（海南出版社出版，爱德温·李费佛著）

Reminiscences of a Stock Operator

32.《统计陷阱》（上海财经大学出版社出版，达莱尔·哈夫著）

How to Lie with Statistics

33.《1929 年大崩盘》（上海财经大学出版社出版，约翰·肯尼斯·加尔布雷思著）

The Great Crash 1929

34.《说谎者的扑克牌》（中信出版社出版，迈克尔·刘易斯著）

Liar's Poker: Rising through the Wreckage on Wall Street

35.《对冲基金风云录》（中信出版社出版，巴顿·比格斯著）

Hedgehogging

36.《客户的游艇在哪里》（机械工业出版社出版，小弗雷德·施维德著）

Where Are the Customers' Yachts?

37.《共同基金常识》（百家出版社出版，约翰·鲍格尔著）

Common Sense On Mutual Funds

38.《投资者的未来》（机械工业出版社出版，杰里米·J·西格尔著）

The Future for Investors

39.《股市晴雨表》（三环出版社出版，威廉·彼得·汉密尔顿著）

The Stock Market Barometer

40.《股市潜规则》（中信出版社出版，迈克尔·帕内斯著）

Rule the Freakin' Markets

41.《与天为敌》（机械工业出版社出版，彼得·伯恩斯坦著）

Against the Gods

42.《以交易为生》（机械工业出版社出版，亚历山大·埃尔德著）

Trading for a Living

43.《操纵金钱》（上海人民出版社出版，安迪·凯斯勒著）

Running Money

44.《我如何在股市赚了 200 万》（机械工业出版社出版，尼古拉斯·达瓦斯著）

How I Made $2,000,000 in the Stock Market

45.《股市真规则》（中信出版社出版，帕特·多尔西著）

The Five Rules for Successful Stock Investing

46.《投资圣经：巴菲特的真实故事》（机械工业出版社出版，安迪·基尔帕特里克著）

Of Permanent Value–The Story of Warren Buffett

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

47.《彼得·林奇的成功投资》（机械工业出版社出版，彼得·林奇著）

One up on Wall Street

48.《安德烈·科斯托拉尼最佳金钱故事》（海南出版社出版，安德烈·科斯托拉尼著）

Kostolanys beste Geldgeschichten

49.《向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资》（中国财政经济出版社，劳伦斯·克尼厄姆著）

How to Think Like Benjamin Graham and Invest Like Warren Buffett

50.《债券之王：比尔·格罗斯的投资秘诀》（上海译文出版社出版，蒂莫西·米德尔顿著）

The Bond King: Investment Secrets from Pimco's Bill Gross



附录 2：*Value* 杂志推荐阅读的 55 部投资理财经典书目

一、金融机构类

1.《华尔街巨人》（华尔街日报编辑部编著）

2.《沃尔特·瑞斯顿与花旗银行》（费利普·L·茨威格著）

3.《摩根财团》（罗恩·彻诺著）

4.《高盛文化》（里莎·埃迪里奇著）

5.《投资商资本主义》（迈克尔·尤辛著）

6.《挑战风险》（多米尼克·卡瑟利著）

7.《机构投资与基金管理的创新》（大卫·史文森著）

8.《反传统营销》（查理·詹瑞特著）

9.《大交易》（布鲁斯·瓦瑟斯坦著）

10.《悲观博士考夫曼论货币价值》（亨利·考夫曼著）

二、传记、小说类

11.《贼巢》（詹姆斯·斯图尔特著）

12.《一个美国资本家的成长》（罗杰·洛文斯坦编著）

13.《股票作手回忆录》（爱德温·李费佛著）

14.《一个华尔街瘾君子的自白》（詹姆斯·J·克拉默编著）

15.《玛莎的公司》（克里斯托弗·拜伦著）

16.《门口的野蛮人》（布赖恩·伯勒著）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

17.《营救华尔街》（罗杰·罗文斯坦著）

18.《客户的游艇在哪里》（弗雷德·施维德著）

19.《24 天：安然垮台真相》（丽贝卡·史密斯，约翰·R·埃姆什威勒著）

20.《说谎者的扑克牌》（迈克尔·刘易斯著）

三、全球市场类

21.《世纪大拍卖》（克里斯蒂娅·弗里兰著）

22.《时运变迁》（保罗·沃尔克著）

23.《蒙代尔经济学文集》（蒙代尔著）

24.《开放社会》（乔治·索罗斯著）

25.《在不确定的世界》（罗伯特·鲁宾著）

四、大师作品类

26.《战胜华尔街》（彼得·林奇著）

27.《彼得·林奇的成功投资》（彼得·林奇著）

28.《安德烈·科斯托拉尼最佳金钱故事》（安德烈·科斯托拉尼著）

29.《漫步华尔街》（伯顿·麦基尔著）

30.《罗杰斯环球投资旅行》（吉姆·罗杰斯著）

31.《金融炼金术》（乔治·索罗斯著）

32.《证券分析》（本杰明·格雷厄姆著）

33.《聪明的投资者》（本杰明·格雷厄姆著）

34.《价值再发现：走近投资大师本杰明·格雷厄姆》（珍尼特·洛尔著）

35.《巴菲特：从 100 元到 160 亿》（沃伦·巴菲特著）

36.《投资革命》（彼得·伯恩斯坦著）

37.《与天为敌》（彼得·伯恩斯坦著）

38.《怎样选择成长股》（菲利普·A·费舍著）

39.《非理性繁荣》（罗伯特·希勒著）

40.《金融新秩序》（罗伯特·希勒著）

41.《共同基金常识》（约翰·鲍格尔著）

42.《国际九大投资基金经理访谈录》（史振邦编著）

43.《投资智慧论语》（彼得·克拉斯著）

五、技术分析类

44.《股市趋势技术分析》（罗伯特·爱德华、约翰·迈吉合著）

45.《华尔街 45 年》（江恩著）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

46.《艾略特名著集》（小罗伯特·普莱切特著）

六、社会心理学、金融行为学、管理学和社会学类

47.《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》（查理斯·麦基著）

48.《经济过热、经济恐慌及经济崩溃》（查理斯·P·金德尔伯格著）

49.《泡沫的秘密》（彼得·加伯著）

50.《乌合之众》（古斯塔夫·勒庞著）

51.《谋事在人》（纳西姆·尼古拉斯·塔勒波著）

52.《风险规则》（罗恩·顿波、安德鲁·弗里曼合著）

53.《金融心理学》（拉斯·特维德著）

54.《就业、利息和货币通论》（凯恩斯著）

55.《银元时代生活史》（陈存仁著）



附录3：《财富》推荐的75本读物书目

你不可能总是随身携带你想要的书。但是，你手边却可以有一份完美的阅读书目。正因为如此，《财富》调动一切资源，选出了75本书。这些书将激发你的思考，甚至是行动，能传授给你真正需要的一切商业知识。

一、商业兴衰

1.《1929年大崩盘》（约翰·肯尼斯·加尔布雷思著）

2.《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》（查理斯·麦基著）

3.《有趣的钱财》（马克·辛格著）

4.《沸腾岁月：华尔街60年代牛市兴衰记》（约翰·布鲁克斯著）

二、企业

5.《门口的野蛮人》（布赖恩·伯勒和约翰·黑利亚尔著）

6.《基业长青》（吉姆·科林斯、杰瑞·I·波拉斯合著）

7.《链锯》（约翰·拜恩著）

8.《谁说大象不会跳舞?》（路易斯·郭士纳著）

三、决策

9.《安那普尔那：女人的地方》（阿琳·布鲁姆著）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

10.《出类拔萃之辈》（戴维·哈尔伯斯坦著）

11.《大洋深处：埃塞克斯捕鲸船的悲剧》（纳撒尼尔·菲尔布里克著）

12.《杀手天使》（迈克尔·沙拉著）

13.《十三天：古巴导弹危机回忆录》（罗伯特·肯尼迪著）

四、经济学

14.《资本主义、社会主义和民主》（约瑟夫·熊彼特著）

15.《一切待售：市场的好处和限度》（罗伯特·库特纳著）

16.《就业、利息和货币通论》（凯恩斯著）

17.《流行的国际主义》（保罗·克鲁格曼著）

18.《国富论》（亚当·斯密著）

五、道德

19.《贼巢》（詹姆斯·斯图亚特著）

20.《告密者》（库尔特·埃痕瓦尔特著）

21.《沉静领导》（约瑟夫·L·巴达拉科著）

22.《房间里最精明的人》（贝萨尼·麦克林和彼得·艾尔金德著）

23.《我们现在的生活方式》（安东尼·脱勒洛普著）

六、全球化

24.《北京吉普：美国企业在中国的短暂而不幸的婚姻》（吉姆·曼著）

25.《自由：发展的目的和手段》（阿玛蒂亚·森著）

26.《资本的神秘性：为何资本主义在西方胜利，在其他地方却失败》（赫尔南多·德索托著）

27.《非零时代：人类命运的逻辑》（罗伯特·莱特著）

28.《石油·金钱·权力》（丹尼尔·耶金著）

29.《工人：工业时代考古学》（塞巴斯蒂奥·萨尔加多著）

七、投资

30.《巴菲特致股东的信》（劳伦斯·克尼厄姆编）

31.《随机漫步的傻瓜：机遇在市场及人生中的隐蔽角色》（纳西姆·尼古拉斯·塔勒布著）

32.《聪明的投资者》（本杰明·格雷厄姆著）

33.《钱与球：在不公平比赛中获胜的艺术》（迈克尔·刘易斯著）

八、领导力

34.《永不退缩：温斯顿·丘吉尔讲演精选》（温斯顿·S·丘吉尔编）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

35.《论领导力》（约翰·加德纳著）

36.《马丁·路德·金时代的美国（1954~1963）》（泰勒·布兰奇著）

37.《个人历史》（凯瑟琳·格雷厄姆著）

38.《工商巨子》（荣·切尔诺著）

九、谈判和管理

39.《漫长的诉讼》（乔纳森·哈尔著）

40.《有效的管理者》（彼得·德鲁克著）

41.《你还记得我吗?》（本杰明·莱维著）

42.《久分必合：戴姆勒－奔驰与克莱斯勒合并内幕》
（比尔·弗拉西克、布雷德利·A·斯特尔茨合著）

43.《好女不过问：谈判和性别鸿沟》（林达·巴布考克、萨拉·拉谢佛合著）

十、办公室政治

44.《来自纽约现场：周六晚间直播节目野史》
（汤姆·希尔斯、詹姆斯·安德鲁·米勒合著）

45.《忠诚的代价》（罗恩·苏斯金德著）

46.《君主论》（尼科洛·马基雅弗利著）

47.《烦恼无穷》（约瑟夫·海勒著）

十一、权力

48.《小沃森自传》（小托马斯·沃森、彼得·皮特著）

49.《权力的 48 条法则》（罗伯特·凯斯特著）

50.《大曝光：好莱坞与华尔街之间的斗争》（戴维·麦克林蒂克著）

51.《影响力：你为什么会说“是”》（罗伯特·恰尔蒂尼著）

52.《权力掮客：罗伯特·摩西斯和纽约的衰败》（罗伯特·卡洛著）

十二、项目管理

53.《美国钢铁：钢铁工人和传统制造业地区的复兴》（理查德·普雷斯顿著）

54.《价值连城的分子：制药艰辛录》（巴里·沃斯著）

55.《卡迪拉克沙漠》（马克·莱斯纳著）

56.《原子弹诞生记》（理查德·罗兹著）

十三、战略

57.《孙子兵法》（孙子著）

58.《黑鹰坠落：现代战争记》（马克·博登著）

59.《信息规则：网络经济的策略指导》（卡尔·沙皮罗、哈尔·瓦里安合著）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

60.《只有偏执狂才能生存》（安迪·格鲁夫著）

61.《引爆流行》（马尔科姆·格莱德威尔著）

十四、技术和创新

62.《最后的孤独发明家》（埃文·I·施瓦茨著）

63.《美国大众营销史话》（理查德·泰德洛著）

64.《他们造就了美国》（哈罗德·埃文斯著）

65.《富甲美国》（萨姆·沃尔顿与约翰·休伊合著）

66.《维多利亚时代的互联网》（汤姆·斯丹迪奇著）

十五、华尔街

67.《与天为敌：风险探索传奇》（彼得·L·伯恩斯坦著）

68.《华尔街之子摩根》（让·斯特鲁兹著）

69.《股票作手回忆录》（爱德温·李费佛著）

70.《营救华尔街》（罗杰·罗文斯坦著）

71.《客户的游艇在哪里》（小弗雷德·施维德著）

十六、工作与生活

72.《美国生存体验实录》（巴巴拉·厄莱雷奇著）

73.《成功人士战胜疲劳的秘密》（史蒂文·贝格拉斯著）

74.《时间困扰：工作家庭一锅粥》（阿利·罗素·霍奇柴尔德著）

75.《美国人谈美国》（斯塔兹·特克尔著）



附录 4：里奥·高夫《一次读完 25 本投资经典》书目

1.《金钱游戏》（亚当·斯密斯著）

2.《像大亨般思考》（威廉·希尔著）

3.《漫步华尔街》（伯顿·麦基尔著）

4.《巴菲特：美国资本家的特质》（罗杰·罗威斯坦著）

5.《战胜华尔街》（彼得·林奇著）

6.《超越指数》（乔治·索罗斯著）

7.《专业投机原理》（维克多·斯波朗迪著）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

8.《股市大亨 / 新股市大亨》（约翰·崔恩著）
9.《金融怪杰》（杰克·史瓦杰著）
10.《论凯因斯》（罗伯特·史卡斯基著）
11.《股市作手回忆录》（爱德温·李费佛著）
12.《聪明的投资者》（本杰明·格雷厄姆著）
13.《怎样选择成长股》（菲利普·A·费舍著）
14.《华尔街 45 年》（威廉·戴尔伯特·江恩著）
15.《股市趋势技术分析》（约翰·迈吉著）
16.《与天为敌》（彼得·伯恩斯坦著）
17.《战胜道琼斯》（麦克·欧希金斯、约翰·道恩士合著）
18.《放空巧术》（凯萨林·史丹利著）
19.《统计陷阱》（达莱尔·哈夫著）
20.《1929 年大崩盘》（约翰·肯尼斯·加尔布雷思著）
21.《混乱中的困惑》（乔瑟夫·迪拉维加著）
22.《异常大众妄想与群体疯狂》（查尔斯·麦凯著）
23.《客户的游艇在哪里》（小弗雷德·施维德著）
24.《说谎者的扑克牌》（迈克尔·刘易斯著）
25.《门外的野蛮人》（布赖恩·伯勒、约翰·黑利亚尔合著）

说　明

本书在成稿期间，参考了国内外众多作者和翻译者的相关资料，特此致谢。部分作者和翻译者虽经多方查找，仍未能取得联系，请原作者和翻译者尽快与我们联络，以奉稿酬。

联 系 人：程　诚

联系电话：024-86397088　86397077

E-mail：yl_book@263.net

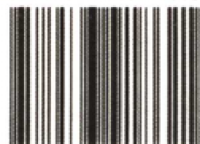
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

做一个有准备的投资人，而不是冲动的投资人。
——沃伦·巴菲特

一次投资成功靠的是运气，而长期投资成功靠的是智慧，能够在市场中长期获利的投资大师必有其过人之处。从“证券分析之父”格雷厄姆到“股神”巴菲特，从“金融天才”索罗斯到期货市场上的传奇人物斯坦利·克罗，从“首屈一指的基金管理者”彼得·林奇到“美国第一投资策略师”巴顿·比格斯，这些投资领域中的先行者的智慧既没有时空界限，也没有地域之分，影响了一代又一代人。聪明的投资者总是能够从他们身上汲取宝贵的经验，摸索总结出适合自己的投资方法，从而走向胜利的彼岸。

投资成功不需要天才般的智商、非比寻常的经济眼光或是内幕消息，所需要的只是正确的思维模式，以及向投资领域中的成功者学习正确的思考习惯和投资信念。本书汇聚了巴菲特、彼得·林奇、格雷厄姆等投资大师的经典杰作，是一部从股票、证券、基金、期货等不同方面为投资者引航的指南。阅读本书时，你无需拥有专业的理论基础，也不必绞尽脑汁，就可以学习到投资领域中最有价值的投资理念，以及行之有效的投资原则，从而轻松掌握投资的精要。

陈列类别◆人文社科类
ISBN 978-7-5639-1862-1



定价：118.00元